**导读**

**我宁愿丢掉客户，也不愿丢掉客户的钱。**

第一，便宜才是硬道理。即使是普通公司，只要足够便宜，也会有丰厚的回报。A股市场鱼龙混杂，发现””价格合理的伟大公司””的难度远远超过寻找””价格被低估的普通公司””。

第二，定价权是核心竟争力。有核心竞争力的公司有两个标准：（一）做的是自己可以不断复制的事情，比如麦当劳和星巴克可以不断地跨区域开新店，在全世界成功复制；（二）是做的是别人不可能复制的事情，具备独占资源、品牌美誉度、专利、技术、寡头垄断地位、牌照准入限制等特征，最终体现为企业的定价权。

第三，胜而后求战，不要战而后求胜。百舸争流的行业，增长再快也很难找投资标的，不妨等待行业””内战””结束、赢家产生后再做投资。许多人担心在胜负已分的行业中买赢家会太迟，其实腾讯、百度、格力、茅台等企业在十年前就已经是各自行业里的赢家了，但是十年来它们的涨幅依然惊人。

第四，人弃我取，逆向投资。不论是巴非特、索罗斯，还是邓普顿、卡尔・伊坎，投资领域的集大成者大多数都具有超强的逆向思维能力。A股的情绪波动容易走极端，任何概念和主题，无论真假，只要够新够炫，都能在短期内炒翻天，但是爆炒之后常是暴跌，因此对于如我这般手脚不快的人来说，””人多的地方不去””更是至理名言。

以上这些都是很简单的法则和工具，所以不可能””总是对””、也不一定””马上对””，但是这些法则和工具都是经过许多成功投资人长期验证的、触及投资本质的、规律性的东西。这些规律性的东西虽然看起来是投资中最简单的事，却也是投资中最本质的东西，并不会因为时空的不同而产生大的差异一虽然每隔几年就会有一段时间，市场的狂热让人觉得这次不同了。

**第一部分 投资理念**

**01.以实业的眼光做投资**

**1.**

下跌后，悲痛欲绝；上涨后，欢欣雀跃。两者均无必要。其实，经济还是那个经济，公司还是那个公司，既不因为急跌而变得更差，也不会因为急涨而变得更好。股价的短期起伏，反映的只是看客们的情绪波动，与企业价值无关。以买企业的心态做投资，不因急跌而失措，也不因急升而忘形。

**这是不是一门好生意**

如果用自己的钱做实业投资，首先要考虑的问题就是：这是不是一门好生意。不过，二级市场有时就是偏爱“烂生意”。比如2013年市场上非常火爆的手机游戏行业，就是一门烂生意。

根据艾瑞咨询的不完全统计，2012年仅在苹果的1OS平台上，就有3883家公司推出的10400款手机游戏，如果再加上安卓平台就更是不计其数了。但在这么多的游戏当中一月流水过千万的却屈指可数。

即使你行大运做出了一款火爆的游戏，产品的生命周期一般也只有3-6个月，之后你就得推出新产品。而事实上，在数千家游戏开发商中，能够连续推出两款火爆游戏的实在是凤毛麟角。目前绝大多数的手机游戏是单机游戏，单机游戏的特点就是产品生命冠，这和网页游戏很像。

手游不像端游那样有较好的用户黏度，一款重度端游可以火个五年十年，靠的是在游戏中建立起的一种深度互动的、牢固的社会关系。但是，社交游戏也不能保证自身的持续性，就像Facebook上曾经一统江湖的Zynga，过去这一年多股价暴跌80%。几年前，火得不能再火的偷瓜偷菜游戏也是熟人之间的社交游戏，但是火过一阵子也就销声置迹了，这样的商业模式你怎么能给出高估值呢？他今年赚的钱再多，你怎么能够知道三五年后这家公司是否还能像现在一样红火呢？而且，手机游戏内容开发商的议价权其实是很有限的，主要的钱都被平台商赚走了。

大家都想成为平台，但是，要成为一个平台又谈何容易？苹果系统只有一个台，安卓平台最后成功的可能也只有两三个，再加上腾讯的微信平台，铁定又要分流走很多游戏玩家。在这样的形势下，手机游戏发商其实只能是“人为刀俎，我为鱼肉”，让平台把百分之七八十的收入分走。

人们只看到7亿手机用户这个巨大的市场，却忽视了这其实是个竞争无比激烈、一将功成万骨枯的行业。人们只看到成功的“一将”，选择性地忽视了“枯了的万骨”。

**2.**

**长期牛股：**什么行业易出长期牛股？行业集中度持续提高的行业。因为这样的行业有门槛，有先发优势，后浪没法让前浪死在沙滩上，易出大牛股。相反，如果行业越来越分散，说明行业门槛不高，既有的领先者没有足够深的护城河来阻止追赶者抢夺其市场份额，这种行业一般是城头变幻大王旗，各领风骚两三年。

**3.企业的商业模式和现金流状况**

用自己的钱做实业投资要考虑的第二个问题，就是这门生意的现金流状况如何，毕竟做生意的最终目的是赚取现金流。

2013年受市场热捧的电影行业其实是个现金流状况很差的行业。中国每年会拍七百多部电影，只有两百多部能够上映，其中如果票房能够超过五亿的屈指可数。即使赚了五亿的票房“大获成功”的电影，扣除分给院线的一半，再扣除发行费宣传费，制片方能够拿到手的大概只有2亿多一点。再扣除给编剧、导演、制片和演员的薪酬以及拍摄中的各种成本，最后剩下的净利润可能只有几千万。

更麻烦的是，从现金流的角度看，拍电影得先写剧本，然后请导演、搭班子、雇演员，支出一大笔费用，一年半载之后影片开始发行、宣传，又是一大笔费用，而且电影公映之后要等好几个月オ能从票房中分到钱。所以很多电影公司不管利润怎样，现金流都是大幅为负，抗风险能力特別弱，一有风吹草动就容易元气大伤。

不论是美国的百年老店米高梅，还是后起之秀梦工厂，只要有一片大制作成了票房毒药，就逃脱不了破产和被收购的命运。美国的电影业发展了上百年，居然没有一家独立的电影公司，全都只是大型的综合传媒集团的一部分，这也体现了电影作为一个独立的商业模式的内在缺陷。

另外，电影的定价权掌握在导演和演员手里，观众买票到电影院是去看范冰冰、徐峥和冯小刚的，不是去看电影公司的，所以名导演和名演员的薪酬总能涨到让电影制片方不怎么赚钱的水平。就好比欧洲的足坛，虽然球星拥有天价收入，俱乐部却在亏损，原因很简单：定价权在球星手里。迪士尼能够历经百年屹立不倒，很重要的原因是米老鼠和唐老鸭不会要求涨片酬。

用自己的钱做实业投资的人，除了些另有所图的暴发户以外，很少有人会真金白银地砸重金投资电影，因为这是个现金流很差、不确定性的行业。A股的电影公司动辄两三百亿市值，但是与他们相同体量的在美股上市的中国电影公司的市值却只有15亿人民币，两者相差十几倍。

我们再来比较一下房地产公司的商业模式，北上广深随便卖栋别墅都是几千万利润，顶得上一部好电影了。拍电影不一定每部都能火，而别墅几乎每栋都卖得掉。再从现金流的角度看，地产公司只要出钱拍了地，挖个坑、做个沙盘就可以预售了，客户会排着队把钱交上，他用你的钱盖你的房子，自己对现金流的要求其实并不高（盲目高价拿地的除外）。

**4.**

**好公司的两个标准：**一是它做的事情别人做不了：二是它做的事情自己可以重复做。前者是门槛，决定利润的高低和趋势；后者是成长的可复制性，决定销售增速。如果二者不可兼得，宁要有门槛的低增长（可持续），也不要没门槛的高增长（不可持续），门槛是现有的，好把握；成长是将来的，难预测。

**5.行业的竟争格局和公司的比较优势**

用自己的钱做实业投资要考虑的第三个问题就是行业的竞争格局以及公司是否具有比较优势。简单说来，就是你作为一个后来者，想颠覆既有的龙头老大的地位，就得看自己能够为客户提供哪些不可比拟的价值，以及相对于竞争对手的比较竞争优势在哪里。

互联网金融也是2013年的市场热点。许多人认为，再过五年十年，传统银行作为一个行业即将消失，所有的一切都会被网络银行替代。其实银行并不是什么新鲜事物。14年前我研究生毕业后买的第一辆新车，就是用从美国的网络银行中得到的贷款购买的。当时，我只是在网络上填一张表格，第二天早上，快递就把一张支票送到我手里了。然后我把那张支票拿去4S店买下了一辆新车，用户体验可谓极佳。

2003年时人们都认为，十年后所有的传统银行都将被网络银行替代我对此也深信不疑。然而十年过去了，美国的银行业仍然是富国、JP摩根的天下，而我钟爱的那家网络银行也在2007年破产了——甚至都没熬到金融危机的到来。

2013年时，许多研究员向我推荐互联网金融的股票，都说互联网会取代传统银行，我当时问了他们一个问题：为什么网络银行在美国、日本、欧洲这些互联网经济比我们更为发达的国家和地区尝试了十几年都没有取得成功？没有人能够回答这个问题。

有人说是因为品牌和信任的欠缺，但我们可以看看美国运通的例子。它是金融业中的老牌企业，巴非特几十年来的重仓股，品牌号召力不可谓不强，客户的信任度不可谓不高。他们也设立过网络银行，我还曾经是他们的客户，它的银行卡可以在任何银行的ATM机取款，美国运通会替你出手续费。网络银行付的在款利息也比许多传统银行高，你可以和其他银行一样开支票、在线支付，用户体验非常好，但最后也没有做成功。

互联网的本质是“人生人”，优势在于能以极低成本服务无数客户，规模效应体现在“人多”，二八现象不明显，是典型的散户经济，得散户者得天下。银行业的本质是“钱生钱”，规模效应体现在“钱多”，80%的业务来自20%的客户，二八现象显著，得大户者得天下，而且那20%的大客户是需要线下的高端服务的，这就是网络银行至今在欧美日韩都没有很成功的案例的重要原因。看一下日本最成功的网络银行乐天银行，成立12年，拥有420万客户，オ600亿人民币存款，人均存款1.5万元。再比较一下国内某股份制银行的私人银行部门：拥有2万客户，4000亿存款，人均2000万存款。两者高下立现。

互联网“人生人”主要靠两条：一是网络效应（例如淘宝，买家多卖家就多，卖家多买家更多；社交网站，美女多帅哥就多，帅哥多美女更多），二靠人多提升用户体验（用户越多搜索结果越精确；用户越多，对餐厅的点评越靠谱）。可惜的是，网络银行并不会因为用户多而形成网络效应或者提升用户体验，因此优势并不明显。

中国电子商务增长速度比美国快得多，于是许多人就认为中国互联网对银行业的颠覆也会比美国快得多。其实，这种观点忽略了中美两国的产业格局的巨大差异。

美国的线下零售业在互联网出现时就已经很强大了，涌现了沃尔玛、家得宝、塔吉特、百思买等一批世界级的零售巨头，因此美国互联网很难彻底颠覆线下零售的物流成本，租金成本居高不下，从出厂价到零售价链条过长，运营效率低下、加倍率过高，所以天猫、京东、唯品会等电商企业才能一路以摧枯拉朽之势攻城略地，可以说，中国线下零售的分散和低效是中国线上电商迅速起的重要原因。

相反，中国的线下银行业比美国的线下银行业要集中得多，五大国有银行和上市股份制银行的市场份额、资本实力、品牌认知、网点优势都远胜于美国同行，原因很简单：线下对手要强大得多。举个简单的例子，银行是有资本充足率要求的，上市股份制银行的净资本动辄两三千亿，这是过去十几年的行业利润留存和资本市场多次融资后形成的积累，单这一项就不是新设立的互联网银行一朝一夕能够赶上和颠覆的。

相比之下，中国的基金行业比美国的基金行业要弱得多，美国最大的资产管理公司一家就管理了3万多亿美元的资产，而中国的整个基金行业加起来才管理了3万多亿元人民币，差距巨大。

在美国的互联网金融发展过程中，真正受冲击的其实是传统的券商经纪业务，迄今为止银行业受的影响并不大。

**寡头的力量：**回顾过去5年，寡头垄断行业的利润增长往往不断超出预期，而市场集中度低的行业则常常陷于恶性竞争和价格战的泥潭之中。白色家电（空调、冰箱和洗衣机）和黑色家电（电视）两个行业的不同发展历程就是最好的明证。所以，投资制造业时更应关注工程机械、核心汽配、白色家电这样的寡头行业。分析技术变化快的行业时不必看市场占有率，而要看是否适应最新的杀手级应用的潮流。

**第一部分 投资理念**

**02.人弃我取，逆向投资的关键**

**1.**众人夺路而逃时，不挡路、不跟随。不挡路是因为不想被踩死，不跟随是因为乌合之众往往跑错方向。不如作壁上观，等众人作鸟兽散后，捡些他们抛弃的粮草辎重和掉落的金银细软。看这慌不择路的样子，这一次不需要等太久的。

投资做了十几年，我深深体会到人弃我取、逆向投资是超额收益的重要来源。印象特别深刻的一次是2012年7月2日，广州宣布汽车限购的当天汽车股纷纷跳水甚至跌停。现在看来，之后半年的市场是下跌的，而汽车股却平均逆市上涨了30%。

**逆向投资的关键**

逆向投资是最简单也最不容易学习的投资方式，因为它不是一种技能，而是一种品格——品格是无法学习的，只能通过实践慢慢磨炼出来。投资领域的集大成者大多数都具有超强的逆向思维能力，尽管他们对此的表述各不相同。乔治・素罗斯说：“凡事总有盛极而衰的时候，大好之后便是大坏。”约翰・邓说，“要做拍卖会上唯一的出价者。”芒格说：“倒过来想，一定要倒过来想。”卡尔・伊坎说：“买别人不买的东西，在没人买的时候买。”巴菲特说：“别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧。”

然而，不是所有人都适合做逆向投资，也不是所有急跌的股票都值得买入，毕意，“不接下跌的飞刀”这句话是无数人得到了血的教训之后总结出来的。一只下跌的股票是否值得逆向投资的关键在于以下三点：

首先，看估值是否够低、是否已经过度反映了可能的坏消息。估值高的股票本身估值下调的空间大，加上这类股票的未来增长预期同样存在大下调空间，因此这种“戴维斯双杀”导致的下跌一般持续时间长而且幅度大，刚开始暴跌时不宜逆向投资。2011-2012年，A股计算机行业的许多“大众情人”在估值和预期利润双双腰斩的背景下持续下跌了70%就是例证。2012年年底，这些股票从成长股跌成了价值股，反而可以开始研究了。

其次，看遭遇的问题是否是短期问题、是否是可解决的问题。如零售股面临的网购冲击、新建城市综合体导致旧有商圈优势丧失、租金劳动力成本上涨压缩利润空间等问题就不是短期能够解决的，因此其股价持续两年的大幅调整也是顺理成章的。不过，现在大家都把零售当作夕阳行业，反而有阶段性反弹的可能一一尽管大的趋势仍然是长期向下的。

最后，看股价暴跌本身是否会导致公司的基本面进一步恶化，即是否有索罗斯所说的反身性。贝尔斯登和雷曼的股价下跌直接引发了债券评级的下降以及交易对手追加保证金的要求，这种负反馈带来的连锁反应就不适合逆向投资。

**2.**

有些股票，你有持仓，但是下跌时你心里一点也不慌，甚至希望它多跌一点好让你加仓，这说明你对该股票已有足够了解，对其内在价值和未来前景有比市场更为精准的把握，因此市场价格的波动已经不会影响到你的情绪了。对这些股票而言，下跌只是提供一个更好的买点罢了一一买之后的淡定，源自买之前的分析。

还有些股票，涨的时候让你豪情万丈，跌的时候让你肝肠寸断，这样的股票不碰也罢，因为还没研究透。买股票之前问问自己，下跌后敢加仓吗？如果不敢，最好一开始就别买，因为价格的波动是不可避免的。

**3.不是每个行业都适合做逆向投资**

不是每个行业都适合做逆向投资：有色煤炭之类的最好是跟着趋势走，钢铁这类夕阳行业有可能是价值陷阱，计算机、通讯、电子等技术变化快的行业同样不适合越跌越买。相较而言，食品饮料是个适合逆向投资的领域。作为消费者，我对食品安全事故深恶痛绝，但是作为投资者，我们不应该把个人感情因素带入投资决策。从历史上看，食品安全事故，往往是行业投资较好的买入点，特别是那些没有直接卷入安全事故或者牵涉程度较浅的行业龙头企业，更有可能是建仓良机。

还记得十几年前，我刚入行没多久，公司的基金经理们（都是铁杆的价值投资者和逆向投资者）在疯牛病的恐慌中买入了麦当劳的股票是我逆向投资的第一课。再看看这数年后麦当劳的股票上涨了5倍，那是我逆向投资的第一课。再看看这几年发生的瘦肉精、三聚氰胺事件和毒胶囊事件，它们对所涉及的行业都没有产生持久或致命的打击，对行业销量的负面影响一般只持续两三个月。与行业状况相反，没有直接卷入安全事故或者牵涉程度较浅的行业龙头的市场份额，反而在事故发生后出现了进一步扩大，因为人们购买时更加看重“大牌子”了，毕竟与小厂家相比，龙头企业更有资源和动力维护自己的品牌声誉。

再看看在香港上市的台湾饮料和快消品龙头统一食品，2011年因直接卷入塑化剂事件导致股价从6元跌至3.6元，事件过去后，统一食品2012年股价最高涨到10.4元，翻了3倍。2012年的白酒股因为塑化剂事件大幅跳水，在面对其他类似食品安全事件的逆向投资机会时，投资者可以思考这样几个问题：

（1）有无替代品，若有替代品（例如三株口服液之类的营养品就有众多替代品），则谨慎，若无替代品，则积极；

（2）是个股间题还是行业问题，如果主要是个股问題，则避开涉事个股，重点研究其竞争对手，即使是行业问题（例如毒奶粉），也可以关注影响相对较小的个股；

（3）是主动添加违规成分还是“被动中枪”，前者宜谨慎，后者可积极；

（4）该问题是否容易解决，若容易解决，则积极，若难以解决（例如三聚氰胺问题）可能持续的时间长且有再次爆发的可能性，则谨慎；

（5）涉事企业是否有扎实的根基，悠久的历史传承和广泛的品牌美誉度。在危机时刻往往有决定性的作用，秦池、孔府的倒台就是由于根基不稳而盘子却铺得太大；

（6）是否有突出的受害者个例，这决定了事件对消费者的影响是否持久。

事后看来，2013年白酒行业极其低迷，但是主要原因是八项规定等反腐措施，相比之下塑化剂的影响几乎可以忽略不计。

日本发生核泄漏事故后，巴非特称自己对日本的看法与一周之前没有变化。

2012年各行各业都在开酒厂，2013年阿猫阿狗都要做手游。大家都挤在树上摘葡萄时，也许就是该在地上捡苹果的时候了。

**4.最一致的时候就是最危险的时候**

逆向投资还要注意冷静面对那些热门板块，就像两三年前被吹得天花乱坠的新兴行业，现在回头一看，风电、光伏、电动车、电子书、LED等几个行业许下的“承诺”一个也没有兑现——至少都不是由当初那些公司实现的。其实，大多数的高估值板块都是“吹”起来的，从来不会有他们吹嘘的那么美好。A股的情绪波动容易走极端，因此“人多的地方不去”是至理名言。其实，独立思考，逆向而动效果往往更好。

2010年11月我接受《中国证券报》采访时，提到的一个论题就是“银行与医药股票哪一个前景更好”，当时我的一个基本结论就是医药比银行贵3倍，但是增长不可能比银行快3倍。在之后的两年中，2011年银行股跌了5%，医药股跌了30%，2012年银行股涨了13%，医药股涨了6%，两年累计下来看，机构一致低配的银行股大幅跑赢了机构一致超配的医药股，再一次验证了“最一致的时候就是最危险的时候”这句老话。

**5.**

投逆向投资并非一味与市场作对，因为市场在大多数时候是对的。但有的时候市场也可以错得很离谱，此时就不必在意市场的主流观点了。在大多数时候，真理在大多数人手里；在少数时候，真理在少数人手里。如何区别这两种情况呢？一般来说，趋势的初期和末期，就是真理在少数人手里的时候。

逆向投资，未来超额收益的重要源泉

当然，任何投资方法都有缺陷，逆向投资的短板就是经常会买早了或者卖早了。买早了还得熬得住，这是逆向投资者的必备素质。投资者必须明白一个道理，市场中没有人能够卖在最高点，买在最低点。

**第一部分 投资理念**

**03.便宜是硬道理**

**1.**贪婪有两种，一种是在6000点时明知贵了，但还想等多涨一会儿再卖；另一种是在2000点时觉得便宜了，但还想等多跌一会儿再买。

价格本质上是一种货币现象

做投资最重要的是什么呢？投资中影响股价涨跌的因素是无穷无尽的，但是最重要的其实只有两点，一个是估值，一个是流动性。估值就是价格相对于价值是便宜了还是贵了，估值决定了股票能够上涨的空间，流动性则决定了股市涨跌的时间。

由此可见，流动性一旦收得紧了，很多东西的价格就会撑不住，其中的道理很简单：所有的价格其实本质上都是一种货币现象，就是说你的资金跟你所有东西的价格之和其实是一致的。这就是为什么在纸币发明以前，我们把黄金和白银当作货币的时候，每过一段时间都会出现一次通货紧缩一一黄金和白银的数量的增长跟不上经济的发展速度。前17个世纪经济之所以基本上没有什么发展，是因为每发展几年政府就发现钱不够了。所有的价格本质上都是货币现象，比如钱多了，水涨船高，所有东西的价格都往上涨，一旦钱少了，所有东西的价格都会往下跌。

其实现在所有在炒作的、不能用于生产的东西，基本上价格趋势都在往下，甚至包括一些古玩、字画、古董这样的艺术品。这些价格没有明确的指数，大家感觉好像还不错，其实要想了解艺术品的价格，看苏富比的股价就可以。艺术品的价格相对较高，流动性又相对较差，苏富比的股价在过去几个月一直在调整，这些都是有规律可循的。

**右侧投资：**常有人说，在A股做价值投资难，概念股满天飞，好公司没人要，便宜的股买入后往往变得更便宜。换一个角度看，好公司股价被低估，应该是价值投资者的幸事。A股既不缺价值，也不缺发现价值的眼睛，缺的是坚守价值的心。其实大家都知道哪些股票被低估，但大家就是都不买，都在等着做右侧投资。

**2.买的时候足够便宜，就不用担心做傻瓜**

在2001年的时候，上证指数是2200多点，一般市盈率大概有50多倍，就是说一只股票如果股价是5块钱，那么利润只有大概1毛钱，假如利润不增长，50年才能够回本。市场一路下跌到今年，蓝筹的市盈率大概是10倍，从盈利收益率（EP）的角度来讲就是10%。

这个时候，投资价值就慢慢地凸显了出来，特别是连监管机关都在鼓励公司分红。过去十年没有涨，很多人就认为股票不能买，其实你反过来想，这更说明现在的股票价值比十年前要高得多。当然，这对于做短线的人差别不是很大：高买可以更高卖，低买可能跌得更低。这跟游泳是一样的，你是退潮的时候去游冰还是涨潮的时候去游冰？其实涨潮的时候是比较安全的，因为你可以被冲到岸上，而有时候退潮之后，潮水达到最很点好的买点。

许多人认为A股就是不一样，50倍买可以60倍卖，其实不管是A股还是别国股票，一样是投资，一样有投资的基本规律。

我一直跟很多人讲长期投资如何如何，但得到的反馈是“长期来说我们都死了”。投资行业中很多人说，A股已经10年不涨，日本更是20年跌了80%，这种长期没赚到钱是为什么呢？这是因为在你买的时候股票估值已经很高了，2001年A股的市盈率是50倍，1990年日本的市盈率是70倍，如果你当时以10倍的市盈率购买，也就是以当时日经指数40000点的1/7买入，那么成本在日经指数6000点。

山姆·沃尔顿（Sam Walton），沃尔玛的创始人，沃尔玛是现在全世界销售额最大的公司，其销售额相当于世界第六大国的GDP，达到了相当于德国、英国的经济水平。他有一句名言：“你只要买得便宜，就可以卖得便宜。”只要买的时候不是太贵，就不用担心卖不出去。如果你买的时候就特别贵，将来要卖出时就必须要找到一个比你更大的傻瓜，但是这个世界的特点是骗子越来越多，傻瓜不够用，不能老是指望别人当傻瓜。

**3.**

公司有四种：好的、平庸的、烂的、看不懂的；股票也有四种：被低估的、合理的、被高估的、估不准的。人的知识、时间、精力都是有限的，因此看不懂的公司占了一大半。看得懂又估得准的，被高估的占了一大半。看得懂、估得准又没被高估的，烂公司占了一大半。剩下的股票中，合理价位的平庸公司又占了一大半。所以，一般情况下能找到被低估的公司或合理价位的好公司已属不易，能买到被低估的好公司更是准上加难。可惜的是，当市场涌现大批被低估的好公司时，大家一般都在忙着斩仓。

**4.要牢牢抓住定价权**

A股市场曾有很长一段时间在“击鼓传花”，反正只要鼓声没有停，你就只管这个涨停买进来下个抛出去，不用关心这只股票是不是好股票，这个公司是不是好公司，有没有好的产品、有没有好的市场定位、有没有好的品牌、有没有好的渠道、有没有好的管理层、有没有好的管理层一一这些都不重要。

为什么到了2012年很多做实业的人不做了？因为实业不好做了，行业竞争格局已经过了自由竞争的阶段。以空调行业为例，空调行业2000-2005年的增长速度非常快，当时大家还没有空调，所以销售增速很快；2006-2011年这五年，空调行业的增速出现了下滑。我们观察格力、美的以及海尔这三大空调生产商2000-2005年的股价变化，格力股价基本上没动，美的和海尔跌了三分之一，虽然空调行业增速非常快，但那时候大家都在打价格战，跑马圈地，既没有赚到钱，股市环境也不好。2006-2011年，行业增速虽然下降，但是这三只股票的股价从2006到2010年年底都涨了至少十倍。

增长速度与股票表现为什么不一样呢？2006年的时候有60%的空调厂商破产，这些破产的都是一些小企业，市场份额可能只有一点点。2006年以前空调行业是一个自由竞争的行业，2006年之后变成了双寡头的局面，老天和老二加起来可能有接近甚至超过50%的市场份额，老三老四基本上只有几个点，这个时候龙头企业就有定价权了。

所谓的投资，就是牢牢抓住这个定价权。就像茅台，整天在涨价，日子太好过了，怎么提价都有人买，为什么呢？就是有这个定价权。而我们会发现另一些企业，比如钢铁和化工，总是没有定价权，稍微涨一点钢价得到的利润就被铁矿石涨价给赚走了。行业太分散，而且产品没有差异化，没有差异化就没有定价权，除非你是垄断企业。

选股票，一定是先选行业。就像买房子，一定是先看社区，社区不行，房子再漂亮也不行。买股票也是，股票本身再好，只要这个行业不好一样很难涨起来。买房子先选社区，买股票先选行业，那么什么样的行业是好行业呢？很简单，有门槛、有积累、有定价权的那种行业。

所谓门槛就是不是谁想进来就可以进来的。我们都知道中国有14亿人，如果某一个行业短期增长很快，利润率很高，就会有一千个人来山寨你的产品，另一千个人想比你做得规模更大，然后把成本做得比你低。所以你必须处于一个有门槛的行业：需要执照；或者有一定的品牌优势，别人也可以做，但你品牌比别人好；或者你的技术有某种专利；或者你掌握某种矿产或资源，别人没办法无中生有。

定价权的来源，基本上要么是垄断，要么是品牌，要么是技术专利，要么是资源矿产，或者相对稀缺的某种特定的资产。这样的行业就会有一定的定价权、一定的门槛，这样才能把竞争堵在门口，才会有积累。

有的行业短期的增长好像很快，但是这种短期增长不是靠自己的本事，有的是靠“傍大款”，比如给iphone、iPad做一点小小的零部件。就像2012年有一些电子股，因为给iphone和iPad做零部件涨了好几倍，然后又暴跌。这种“大数”是一种寄生式的增长，不是靠自己的核心竞争力。人家买的是IPhone，不是你做的这个小零部件，就像人家买的是LV的包包，而你做的是LV的拉链一样，这两者的用户忠诚度、可替代性和核心竟争力都是不可同日而语的。

**第二部分 投资方法**

**04.投资的三个基本问题**

**1.**股票有两种，一种是冰棒，又小又甜，常出现在游客最多的地方，招人喜欢，受人追捧，但是自身价值却总在不断地溶化消亡；另一种是古董，表面上又旧又老深埋土中，少人关注，要耗费功夫挖掘，但自身价值总在不断地增值。投资古董股要当心别买得太早，投机冰棒股要当心别卖得太迟。

**2.医改**

医药行业的特点是消费者（患者）、消费决定者（医院/医生）和消费支付者（政府/医保）三者的分离。以药养医模式促成了药价虚高和“大处方”，医改推进统一招标和按病种支付就是把部分决定权从消费决定者手中转移到消费支付者手中，从而实现对药价和药量的控制。医改是由消费支付者推行的，在投入有限的条件下，扩大覆盖面的前提是降价和控量，因此各国的医改对普药都是利空。

**医药股：**医药是个能出长期大牛股的行业，但是切忌以板块配置的思路去投资，因为医药股之间的差异性实在太大，有时有些个股洪水滔天，而其他个股依旧歌舞升平，是个自下而上精选个股的行业。A股市场中，医药股中鱼龙混杂，机会和陷阱并存，但是在2014年年初的估值条件下，陷阱多过机会。

**2.问题一：估值**

估值可以说是最容易把握的。一个股票便宜不便宜一目了然，看看市盈率，市净率，市销率，企业估值倍数等一系列的指标，这一部分是接近科学的，而且是最容易学的。

一个东西只要足够便宜，赚钱的概率就会高得多。我一直喜欢引用沃尔玛的山姆·沃尔顿说的一句话：“只有买的便宜才能卖的便宜”。

现在很多人会说估值不重要，因为根据2013年的行情，5倍市盈率的涨不过50倍市盈率的，谈估值就输在起跑线上了。这种情况很正常，每几年就会发生一次。但即使是最正确的投资方法，也不可能每年都有效。所谓正确的方法，是在10年中有6-7年帮助你跑赢市场；而错误的方法就是在10年中只能有3-4年能跑赢市场。如果你想每年都跑赢市场，就必须不停地在不同的方法之间切换，但是，要事前知道什么时侯适用哪一种方法其实是非常难的。还不如找到一种正确的方法，长期地坚持下来，这样一来，即使短期会有业绩落后的阶段，但是长期成功的概率较大。世界上每个成功的投资家都是长期坚持一种方法的，那些不断变换投资方法的人最终大多一事无成。

**3.**

世界上不存在每年都有效的投资方法。一个投资方法能长期有效，正是因为它不是每一年都有效。如果一种投资方法每年都有效，这个投资方法早就被別人套利套光了。

正如乔尔格林布拉特（Joel Greenblat）所说，第一，价值投资是有效的；第二，价值投资不是每年都有效；第二点是第一点保证。正因为价值投资不是每年都有效，所以它是长期有效的。如果它每年都有效，未来就不可能继续有效。听起来像是个悖论，但事实就是这么简单。在资本市场，如果有一种稳赚的方法，就一定会被套利掉的。正因为有波动性，才保证不会被套利。

短期来说，正确的过程可能给你带来糟糕的结果，错误的过程可能给你带来不错的结果。如果要让过程正确和结果正确达成一致，就必须经历一段很长的时间，一种正确的过程和方法，能够以较大概率保证你在5-10年中取得一个不错的结果，但在6个月甚至一两年的时间范围内，可能不一定有好的结果。

**4.投资分析的基本工具**

在投资分析中，简单的投资理念很简单：在好行业中挑选好公司，然后等待好价格时买入。与之相对应的投资分析工具也同样简单。

**①.波特五力分析。**不要孤立地看待一只股票，而要把一个公司放到行业的上下游产业链和行业竞争格局的大背景中分析，重点搞清三个问题：公司对上下游的议价权、与竞争对手的比较优势、行业对潜在进入者的门槛。

**②.杜邦分析。**弄清公司过去5年究竟是靠什么模式赚钱的（高利润、高周转还是高杠杆），然后看公司战略规划、团队背景和管理执行力等是否与其商业模式一致。例如，高利润模式的看其广告投入、研发投入、产品定位、差异化营销是否合理有效，高周转模式的看其运营管理能力、渠道管控能力、成本控制能力等是否具备，高杠杆模式的看其风险控制能力、融资成本高低等。

**③.估值分析。**通过同业横比和历史纵比，加上市值与未来成长空间在显著低估时买入。这“三板斧”分别解决的是好行业、好公司和好价格的问题，挑出的“三好学生”就是值得长期持有的好股票了。

**5.“下一个伟大公司”不是想找就能找到的**

很多人会讲，买便宜货这种方法是捡烟屁股，是“烟蒂投资”。巴菲特也说过，宁可用合理的价格买一个伟大的公司，也不要以很低的价格买一个一般的公司。这句话我是完全认同的，但是在实践中我做不来。为什么呢？你认为中国有多少家公司可以被称为“伟大的公司”？市场整天在炒的这些50倍市盈率的公司，都说会是“下一个伟大公司”，又有几个真的能兑现的？我认为彼得・林说得对，他说当有人告诉你“A公司是下一个B公司”的时候，第一要把A卖掉，第二要把B也卖掉。因为第一，A永远不会成为B；第二，B已经被当作成功的代名词，说明它的优点可能已经体现在现在的股价中了。

如果你确实拥有巴菲特的眼光，在某家公司被人们广泛认为伟大之前发现它的伟大，那么你的超额收益肯定是很明显的。但是伟大的公司不是这么容易被发现的，很多大家曾经认为伟大的公司，后来发现并不伟大，或者已经“伟大”过了。

近年来，我问过许多基金经理一个间题：你认为哪个公司是最伟大的公司？大家公认伟大的那个公司，其实很可能已经不那么伟大了，一定要在大家之前认识到这家公司的伟大，这其实是很难的。便宜不便宜我可以判断得出来，但对于伟大不伟大，我觉得真正能等判断的人不多。因为中国大多数公司的商业模式都挺一般，我们在国际分工中分到了一个相对吃力不讨好的环节，那些创新的、有定价权的、有品牌的公司，在A股中相对较少。

**一将vs万骨：**很多人不惜以高市梦率买“高小新”（高成长小市值新兴行业），梦想押中下一个腾讯、百度。这其实是过度自信的一种表现，低估了预测未来的难度。在新兴行业里，百舸争流，大浪淘沙，最后鹿死谁手，事前是很难预料的。一将功成万骨枯，多数人只看到功成的一将，却忽视枯了的万骨。

**6.1999年美国股市泡沫破裂的经历**

我于1990年加入美国一家很铁杆的价值投资公司，当时公司很差，并且已经持续差了好几年（当时科技股的泡沫已经持续了好几年了）我们工作起来非常难受；客户跑了1/3，合伙人们甚至有把公司卖给别人的想法。尽管如此我们还是坚持下来了，没有改变自己价值投资的风格，泡沫破灭之后的5年，我们公司的业绩极其优异，除了把之前落后的部分全部追了回来之外，还创造了很好的超额收益。公司成立25年来的累计业绩在同业中处于上游，依靠的就是坚定地寻找“便宜货”的方法。那6年的经历对于正在形成投资理念的我触动很深。

当时，我们有很多竞争对手在1999年的时候没有抗住，放弃了价值投资，开始去追高科技股成长股。2000年泡沫破灭的时候两边挨了巴掌，客户彻底放弃了他们，因为机构客户最不能忍受的就是基金经理的风格飘移。相比之下，我们当时承受了较大的客户赎回额，资产从30亿美元跌到20亿美元，但是当5年之后我成为合伙人时，资产已经回到了60亿美元，而那些没能坚持住的竞争对手们都还在苦苦挣扎。有时候你需要的就是最后一口气，2013年做价值投资有很多人感到很难受。

不要为普通公司付太贵的价钱。投资肯定是讲性价比，但我认为A股很难找到高品质的伟大公司，所以一定不要为普通公司付太贵的价钱。随着时间的推移，A股所谓的成长股10个有9个会被证明是伪成长。上市公司主动来和你沟通时，都是有目的的，有些甚至是没安好心的，所以不要被未来“忽悠”了，一定要看现在看得见摸得着的利润、现金流和资产。

举一个最典型的例子，美国钢铁（US Steel，股票代码是X）是美国最老的钢铁公司，最タ阳的行业。美国的钢铁产量在1973年就见顶了。已经タ阳了几十年。2002年它的2倍市盈率在许多人看来已是坐着等死的公司了。但是从2003年到2008年中期，这只股票翻了20倍，而且上涨期间持续了6年之久。当然，2008年下半年它又被打回了原形。

**7.**

**关于估值的几句话：**便宜是硬道理，买便宜货不一定钱，但赚钱的概率较大。买便宜货往往先被套，最终赚钱。即使如医药、科技、媒体、通信之类的成长行业，估值也是重要考量因素。有些行业，如何界定”便宜”并非易事，低市盈率、低市净率不一定是便宜。

**8.问题二：品质**

品质肯定是更重要的，那我为什么反复强“是硬道理”？因为估值方法容易，每个人都可以学。便宜不便宜都能够判断，因此关键的区别在于搞清楚公司的品质。关于时机，我不能够判断，但是绝大多数人也不能够判断。所以说，三个要素中，投资者真正需要下大力气搞清楚的就是品质。

我们很多的卖方报告过多地关注动态的信息，而对公司静态的信息分析得不够。静态的信息是什么呢？最简单的就是先回答一个问题：这家公司茅台做的是不是一门好生意？好生意就是容易赚钱的生意。比如茅台，这个公司的商业模式很简单，哪怕现在被政府这样子打压一样能赚钱。只是增速下来了。你说他的管理层一定比钢铁公司的管理层高明很多吗？那也很难说。

所以说，马和骑师，选马比选骑师重要。当然，对中小企业来说，管理层的重要性不容忽视。中国有很多小企业，看起来像是伟大的企业，但是发展到一定程度就发展不下去了，因为它受限于董事长、大股东个人的素质和境界。很多中国的上市企业在成长到100亿、150亿以后上不去，是因为管理层没有足够的眼光和胸襟，公司在不同的阶段，它的品质的看点是不一样的。小公司当然是骑师更重要，大公司就是机制和文化更重要。所以，是选骑师、选马还是选赛道，要看公司处于哪个发展阶段。

**9.品质的判断：差异化竞争**

对品质的判断，第二个要注意的是差异化竞争和同质化竞争的区别。为什么钢铁业赚不钱？因为提供的是同质化产品。为什么航空业在国外长期赚不到钱（在国内可以赚钱，因为大的只有3家，而美国有多家）？因为提供的基本上是无差别产品（当然细究之下还是有一些差别的，例如航空公司的历史安全纪录、机型等）。为什么白酒好赚钱？因为它是一个差异化的产品。可口可乐好赚钱，也因为它是一个差异化产品。差异化的第一个标志是品牌。

品牌也要进行区分，有的品牌只有知名度，没有美誉度。中国有很多品牌，但真正有美誉度的品牌不多。一个品牌的产品如果是用来请客送礼的就特别好，因为有个面子问题请客送礼的东西是越贵越买的，在家里自己用的东西就不是越贵越买的。最近服装股和家纺股跌得一样惨，但其实服装还是比家纺要好。当然家纺的格局比服装好，家纺就只有三家慢慢脱颖而出了，服装竞争更激烈。但是，服装是穿在外面的有个品牌，有个小logo，消费者就会觉着物有所值。请客送礼或者在外面可以炫耀的产品更有定价权。所以说，差异化、定价权的一个来源是品牌，而且最好是请客送礼的品牌。

差异化的第二个标志是有回头客，即用户黏度高。少量多次的购买是最好的。我不太喜欢靠大订单的企业，今年有大订单，可能明年后年就没有了。

差异化的第三个标志是单价不要太高。单价高的商品，消费者对价格较敏感，相反，单价低是个优势，卖家容易有定价权，比如口香糖，因为单价低，消费者对价格差异不敏感，它的定价权就比汽车定价权要高。汽车的品牌还是有一点用的：同样质量的车，如果有品牌，会卖得贵一点。但它不是决定性的，因为汽车是大宗商品，大家买的时候会慎重会考虑性价比。全世界市值最大的汽车公司是丰田，而不是宝马和奔驰。可以看到，虽然宝马卖得贵得多，但是曾有很长的一段时间，丰田的净利润率超过宝马，说明车汽车业更多是靠规模效应和精细化管理，宝号的品牌溢价来比丰田更高的利润率。

差异化的第四个标志是转换成本。比如软件，前阵子公司技术部门建议我换一个大屏幕下面带两个小屏幕的新电脑，我没同意，一方面是因为我不愿意有更多的屏幕来关注短期的股价波动，但更重要的一方面是时间上的转换成本。如果更换医疗使用的设备成耗材，医生就需要时间去适应新的产品。转换成本高的产品用户黏性高定价权就高。差异化的关键在于能不能提价，提价之后是不是不影响销售。

差异化的第五个标志是服务网络。工程机械在全世界每个国家都只有1-3家，都是羸家通吃，很重要的一点就在于服务网络。比如如果一辆泵车坏了，工地停工一天就要浪费几十万的成本。所以必须要在几小时之内修好，修不好的话就要赶快拉一台新的来换。这种情况下服务网络就很重要，规模效应就很明显，龙头企业在服务布点上的优势就让后来者很难赶超。

产品的销售半径小，也是一个优势。比如水泥就比钢铁好，大家都无差异产品，但水泥可以在某个城市占80%的市场份额。曾经的世界首富，墨西哥的卡洛斯・斯利姆・埃卢（Carlos Slim Helu）就是做水泥出身的，当然他也做了很多其他的行业。

再比如房地产，房地产为什么好赚钱，部分原因就在于销售半径小。东莞的房子没办法搬来和深圳关内的房子竞争。华侨城片区的房子，街这边卖3万ー平方米，街对面卖6万，6万一平方米的楼盘卖得比3万平方米的还快，这就体现出开发商品牌的定价权。

再比如高档手表，高档手表按理说应该是利润率很高的，但这是一个全球性竞争的行业，中国的手表商要和全世界的手表商竞争。而就算是一个只有3个亿的小地产开发商，楼盘只和本区开发的产品竞争就可以了，竞争的激烈程度小得多。

差异化的第六个标志是先发优势。好的行业里，领先企业通常有较为明显的先发优势。我比较喜欢买的是龙头，而且是有先发优势的龙头。只要在行业内领先，后面的公司一辈子也追不上，这就是先发优势。俗话说男怕入错行，我们个人在做事业选择时要的一点就是要找到有先发优势的行业。我认为做一个证券分析师就很有先发优势。做10年之后，和新进来的人相比。你的市场影响カ、在行业内的人脉、对行业的理解是完全不一样的，这是个好行业。像外国的券商研究所里有60多岁了还在做分析师的人，也做得很快乐。但是，做程序员就不一定是一个好行业，可能3年就需要学一种新的计算机语言，除非你转型做产品经理。中国的很多行业就是这样，总是有后浪不断去推前浪，最后把前浪拍死在沙滩上。这样的行业就很难受。

尽管美国的科技股是美国过去30年涨得最好的行业，出了不少涨幅几百倍甚至上千倍的牛股（20世纪90年代雅虎涨了几百倍、思科涨了上千倍），但为什么长期业绩好的投资大师如巴菲特、芒格、索罗斯、彼得・林奇、约确・丙天（John Neff）、里米・格兰桑（Jeremy Grantham），没有个爱投科技股？一个重要的原因就是因为这个行业技术变化太快，先发优势不明显，护域河每3-5年就要重新挖一次，太难把握。

**10.品质就是搞明白这是不是一门好生意**

总结一下，判断一个公司所在的行业好不好，首先是看行业竞争格局是不是清晰，领先者有没有品牌的美誉度，领先者产品的售价是不是显著高于其他竞争者，领先者有没有网络服务的优势，有没有规模效应，产品的销售半径是不是相对比较小（不用参与全球竞争），是不是有回头客，是不是低单价（下游对价格不敏感），是不是转换成本高，领先者是不是有先发优势，技术变化是不是没有那么快。对品质的评判有很多指标，核心是“这是不是一门好生意，有没有定价权，是不是一门容易赚钱的生意。”

比如我不太喜欢女装，我认为女装品牌忠诚度没有男装高。男人比较懒惰，30岁时习惯买一个品牌，到50岁还是买这个品牌。女人三两头变，款式变，颜色变，花样也变，女人又比男人爱逛街爱比较。所以我总觉得男装比女装容易赚钱。

我作为一个基金经理比较愿意读到的报告，是把一个公司与他的直接竞争对手作比较的报告，这对我的帮助是最大的。现在看10篇报告有9篇都是孤立地讲这个公司多么多么好，和竞争者的比较都是一笔带过，这样的报告对我其实帮助不大。绝对的好没有意义，一定要和人比较。我一直强调胜而后求战，愿意买已经把竞争对手打趴下的公司，而不是战而后求胜，在百舸争流中猜赢家。

很多人炒新兴行业根本没有把这些行业搞清楚，其实这些行业还处在婴儿期。买一只股票，要讲究买在什么阶段。如果我们可以提前付一个人一笔钱买断他一辈子的收入，那么你愿意在什么阶段买？你愿意在他读幼儿园的时候付这笔么？就因为他是一个新兴行业、是一只成长股？那个时候根本没有办法判断！你可以等到大学，如果他读的是名牌大学，未来成功的概率会大一点。不过最好是等到他工作三年以后可以看到他是不是在一个好行业中找到工作、晋升的速度是不是较快，那个时候是最好的。买入一个真正好的公司，好的行业，你永远都不会太迟。就像百度、腾讯这种股票，一直等到他们把对手打趴下了，在优势已经很明显的2005年再买，也还有几十倍的空间。

**11.**

1999年时我不买互联网股票并不是因为不看好互联网的未来，而是因为它们太贵，而且当时行业还处于百舸争流的阶段，不知道谁是最终赢家。回头看，现在最大的互联网公司——谷歌、Facebook、腾讯1999年时还都没有上市呢，苹果当时也被大家当作夕阳行业。在1999年上市、存活至今并且做大的其实也只有亚马逊、eBay、Priceline等少数几家，其他的几百家公司全都销声匿迹。

**12.问题三：时机**

投资的第三个大问题是时机。都说投资是科学加艺术，在投资的三个基本问题中，估值是最接是近科学的，有一整套的方法和规律可以学习；而选时是最接近艺木的，只可悟、不可学，只可意会、不可言传。

对于多数人而言，对待选时的正确态度应该是避免把大量的时间花在试图“抄底”或者“逃顶”上。从时间耗费的投入产出比的角度来看，对于一个公司的基本面而言，你研究了3个月，比一个研究了3天的人做出的投资结论的胜算要高得多。然而，你在一张K线图上花3个月计算各种指标，也不见得能比一个看了几秒钟K线图的人更准确。彼得·林奇说的“如果你每年花10分钟在宏观分析上，你就浪费了10分钟”也是同样的意思。

总有人感叹错过了一只几十倍的大牛股，卖得太早了；而不久之后又会因为回避了某只股票20%的调整而沾沾自喜。其实，二者常常是鱼与能掌不可兼得的。

**对我而言，第一种办法是看估值。**在世界各国的股市历史中，市场估值是长期均值回归的，例如，美国、欧洲的长期市盈率中值都在15倍左右。低估值时高仓位，高估值时低仓位，这个“笨办法”虽然既不能保证“马上对”，但是长期坚持下来，一定是有超额收益的。

**第二种办法，是根据各种指标之间的领先和滞后关系进行分析。**

**第三种办法，是根据对市场情绪的把握和逆向思考进行分析。**基金业的某教父级人物曾说过，从选时的成功率来看，“死多头”和“死空头”的正确率长期看各有50%，因为人们易在暴涨后乐观、在暴跌后悲观，结果常常是高点高仓位、低点低仓位。

国外的公募基金绝大多数不选时，契约上就白纸黑字地要求95%以上的仓位，原因很简单：过去100多年的历史表明，国外选时的基金的长期业绩不如不选时的基金，就是因为大多数选时的人往往出现高点高仓位，低点低仓位的情况。

**第二部分 投资方法**

**05.宁数月亮，不数星星**

**1.**买黑马股的人有点像赌石：买块不起眼的石头，期待能开好玉来。去年的情形是太多的人争着去赌石，玉没人买，结果石头的价格被炒得跟玉的价格很接近：有些还不怎么盈利的黑马股的市值已到了两三百亿，寡头行业龙头的白马殷的市值也不过五六百亿。这时候，我宁可买玉。

从行业配置的角度看，有的行业集中度高，两三个龙头企业就占据行业中绝大部分的市场份额，研究这样的行业就像数月亮一样简单；有的行业集中度低，参与竞争的企业多如繁星，要把行业的竞争格局搞清楚就像数星星一样困难。研究后者肯定比研究前者困难得多，但是投资收益的高低与研究的难易却常常不成正比。

如果比较长期的利润增长，数月亮的行业常常战胜数星星的行业。为什么呢？原因很简单。数月亮的行业一般门槛高，参与竞争的企业少，以竞争有序，坐地收钱，旱涝保收；数星星的行业行业门檻低，谁都可以进来，竞争激烈，经济好时担心成本上升，经济差时担心需求下降，日子总是不长久。前者是赚钱不辛苦，后者是辛苦不赚钱，比较之后，哪一类公司更适合投资，其实是一目了然的。

最好也最容易研究的竞争格局是“月朗星稀”，就是一家独大，其他竞争对手都不成气候。例如，一家生产原材料的企业所处的本来是生产同质化中间产品的烂行业，但是它占有了该细分领域的中低端市场近一半的市场份额，行业第二名的市场占有率还不到它的1/5。因此，即使是在2011年行业低迷，竞争对手纷纷亏损的背景下，它还能保持10%以上的净利润率。这就是得益于“月朗星稀”的行业格局。

稍差一些的竞争格局是“一超多强”，彼此之间虽然有竞争，但老大的优势还是很明显，例如工程机械、客车以及某些汽车零配件，行业老大的市场占有率远超老二、老三，龙头企业的规模优势、品牌认知度和服务网络优势令竞争对手难于追赶。

再次一些的竞争格局则是“两分天下”和“三足鼎立”。空调是两分天下，所以过去六年空调龙头企业的股价涨了十几倍，同为家电制造但是竞争格局更为分散的电视企业则无法相提并论。

最差的竞争格局就是“百花齐放”、“百舸争流”的高度竞争行业。这种充分竞争的行业一般是吃力不讨好的行业，长期投资者不妨等待他们通过竞争分出胜负之后再投资。许多人都担心等行业竞争分出胜负后再投资会太迟。其实，只要看一下腾讯、百度、谷歌等公司的情况，他们在几年以前就已经击败行业内的其他对手成为一家独大的“月亮”了，但是过去几年的投资回报率依然不菲。

“数月亮”的行业还有一个不太好听的名字：寡头垄断行业。寡头垄断也分两种：国家给的和市场给的。国家给的寡头垄断（例如公用事业）往往伴随着价格管制，长期投资回报一不会太高。只有市场竞争、行业洗牌后产生的寡头垄断才有定价权。中国的行业大多竞争激烈，真正靠市场洗牌后产生的事头行业并不多。

不过，我们说的行业是细分子行业的概念。有些大行业内貌似竞争者多如繁星，但是在细分子行业的竞争格局中已经实现了“三分天下”甚至“一超多强”。例如，白酒品牌貌似多如紫星，但是高端白酒和次高端白酒每个价位内可选的品牌实际上屈指可数；男装品牌貌似多如繁星，但是中高档国产品能实现全国布局并且具有美誉度的却寥寥无几；药品种类貌似多如繁星，但是许多病症的可用药基本就是独家品种。因此，在细分子行业的层面，可以“数月亮”的板块其实并不少。

另外我们说的竞争是区域市场的概念，有的行业从全国的范围看好像市场挺分散，但是在某个特定的区域，市场已经形成了寡头垄断。比如，全国有上万家房地产公司，但城东的楼盘与城西的楼盘之间有时就不存在直接的竞争关系。啤酒、水泥等销售半径小的行业也一样

有统计表明，拥有博士和硕土学历的人炒股的收益不如拥有小学学历的人。这个统计结果也许不一定有代表性，但也说明了一个问题：投资收益与智商高低无关。高智商的人有时喜欢做一些有挑战性的难事，但是最赚钱的投资机会往往是简单的。数星星比数月亮更有技术含量。对投资者而高，等企业分出高下，在“月朗星稀”、胜负已分的行业中投资行业龙头，是胜而后求战；在那些竞争者多如繁星的行业中硬要去猜谁是最后赢家，是战而后求胜。两种投资方法孰优孰劣，不言自明。

**第三部分 投资风险**

**07.价值陷阱与成长陷阱**

**1.**

价值投资最需要的是坚守，最害怕的是坚守了不该坚守的。金融危机时花旗从55元跌至1元的过程就深度套牢了无数盲目坚守的投资者。关键是要避开价值陷阱。所谓价值陷阱，指的是那些再便宜也不该买的股票，因为其持续恶化的基本面会使股票越跌越贵而不是越跌越便宜。

有几类股票容易是价值陷阱。

**第一类是被技术进步淘汰的。**这类股票未来利润很可能逐年走低甚至消失，即使市盈率再低也要警惕。例如数码相机发明之后，主业是胶卷的柯达的股价从14年前的90元一路跌到现在的3元多，就是标准的价值陷阱。所以价值投资者一般对技术变化快的行业特别谨慎。

**第二类是赢家通吃行业里的小公司。**所谓赢家通吃，顾名思义就是行业老大老二抢了老五老六的饭碗。在全球化和互联网的时代，很多行业的集中度提高是大势所趋，行业龙头在品牌、渠道、客户黏度、成本等方面的优势只会越来越明显，这时，业内的小股票即使再便宜也可能是价值陷阱。

**2.**

**第三类是分散的、重资产的夕阳行业。**夕阳行业，意味着行业需求不再增长；重资产，意味着需求不增长的情况下产能无法退出（如果退出，投入的资产就会作废）；分散，意味着供过于求时行业可能无序竞争甚至价格战。因此，这类股票的便宜是假象，因为其利润可能将每况愈下。

**第四类是景气顶点的周期股。**在经济扩张晚期，低市盈率的周期股也常是价值陷阱，因为此时的顶峰利润是不可持续的。所以周期股有时可以参考市净率和市销率等估值指标，在高市盈率时（谷底利润）买入，在低市盈率时（顶峰利润）卖出。另外，买卖周期股必须结合自上而下的宏观分析，不能只靠自下而上选股。

**第五类是那些有会计欺诈的公司。**但是这类陷阱并不是价值股所特有的，成长股中的欺许行为更为普遍。

这几类价值陷阱有个共性：利润的不可持续性。

**第三部分 投资风险**

**08.真假风险与安全边际**

**1.**股市永远是有钱的人获得更多经验，有经验的人获得更多钱的地方。

**品牌Vs渠道：**我近日在研究某消费品股票时，比较了两个公司，一家在品牌上有优势，另一家在渠道上有优势（三四线城市布点多），在互联网时代，品牌的优势比渠道的优势更重要。因为随着网购的物流配送体系的完善，渠道的优势会渐渐被淡化；而随着媒体受众的碎片化，塑造一个品牌的成本已大幅上升。

**看历届标王有感：**砸钱只能硬出知名度，砸不出美誉度。品牌的形成需要时间积累，所谓三代出一贵族。广告越来越贵，但效果越来越差。新塑品牌越来越难，所以既有品牌越来越值钱。消费电子产品技术变化快，广告砸钱性价比差，砸了一堆钱后刚有知名度，产品更新换代了，又得重新砸钱。

**真假风险**

人们常说高风险高回报，低风险低回报。其实，风险和回报常常不成正比。投资不可能不承担风险，成功的投资就是要承担那些已经暴露的，大家都感受到的、有相应风险折价但是真实危险性却很小的“假”风险。

**感受到的风险和真实的风险：**风险有两种，一种是感受到的风险，另一种是真实的风险。股票暴涨后，真实的风险上升，感受到的风险却在下降，在6000点股市最危险的时候大家感受到的都是歌舞升平；股票暴跌后，真实的风险下降，感受到的风险上升，在2000点股市相对低谷时人们感受到的却都是凄风苦雨。

乘飞机与乘汽车相比，相同的距离乘汽车的死亡率是乘飞机的60多倍，但是有飞行恐惧症的人很多而害怕乘汽车的人却很少。乘飞机感受到的风险大，但是真实风险小（出事的概率只有600万分之ー），所以卖航空保险是一门很好的生意。

**暴露的风险和隐藏的风险：**从另一个角度看，风险可以分为暴露的风险和隐藏的风险。我们要承担暴露的风险，因为人们已经对其避之唯恐不及，危险性已经反映在价格里了，承担这样的风险会有相应的高回报。此外，我们还要避开隐藏的风险，因为入们还没有意识到它的存在，承担这样的风验险没有相应回报。

“9·11”事件发生后人们都不敢坐飞机了，其实2001年9月12日与2001年9月10日相比，暴露的风险大了但是隐藏的风险小了一一之后的10年是美国航空史上最安全的10年。“9·11”之后数月，许多人以驾车代替乘飞机，高速公路车祸中死亡人数往年增加了1500人。

能否区分真假风险往往也体现了一家机构的文化和水平。1987年10月，美国股市一天狂泻23%，高盛的风险套利部门损失惨重，罗伯特・鲁宾（Robert Rubin）微笑着对团队说：“公司对你们充满信心，如果你们想加仓的话，就去做吧。”形成鲜明对比的是，其竞争对手所罗门美邦（Salomon Smith Barney）在黑色星期一之后解雇了套利部门的所有员工。

黑色星期一之后暴露的风险很大，但是隐藏的风险不大；感受到的风险很大，但是真实的风险不大。能区分并利用这两种风险的不同，是成功投资的必要条件。

**2.价格波动的风险和本金永久性丧失的风险：**当市场在500多点时，股价“天天向上”，风平浪静，价格波动的风险貌似不大，但本金久性丧失的风险却十分巨大；当市场在2000点时，股价“跌跌不休”，波涛汹涌，价格波动的风险好像很大，但本金永久性丧失的风险却已急剧缩小。

有个故事说一个失恋的人找到一个老和尚，他说师父啊，这件事情我怎么都放不下。老和尚就让他拿着一只茶杯，给他倒热水，水满了烫到他的手，他就把杯子放了下来，老和尚说，这件事情就眼这杯茶是一样的，痛了就放下了。很多人做股票也是一样的，涨了，爽了，就满仓；跌了痛了，就清仓。低点低仓位、高点高仓位就是这么来的。其实，对于逆向投资者来说，最痛的时候，往往是最不该放手的时候。正如索罗斯所说，如果你承受不了失败的痛苦，就不要入市，因为没有人能够百战百胜。

**3.安全边际**

**东方不亮西方亮，给点阳光就灿烂。**有个段子说做豆腐最安全：做硬了是豆腐干，做稀了是豆腐脑，做了是豆腐皮，做没了是豆浆，放臭了是臭豆腐。未来的多种情景中，只要一种实现就能赚钱，东方不亮西方亮这就是安全边际。对未来要求太高的股票是没有安全边际的，正如《美国士兵守则》所说，必须组合使用的武器一般都不会被一起运来。2010年买工程机械时，我心里想着：机械替代人工、保障房、城镇化、产业升级、产业转移、产能扩张、中西部大开发、进口替代、国际化、走出去战略，哪一条能实现对工程机械都是利好，这就是东方不亮西方亮的安全边际。

**估值低到足以反应大多数可能的坏情况。**低估值是安全边际的重要来源。未来总是不确定的，希望越高，失望越大。低估值本身反应的就是对未来的低预期。只要估值低到足以反应大多数可能的坏情况，未来低于预期的可能性就很小了，低估值带来的安全边际是获得低风险高回报的最佳路径。价值1块钱的公司，5毛钱买入，即使后来发现主观上对公司的估值出了30%偏差，或者客观上公司出了意外导致价值受损30%，两种情况下该公司仍值7毛钱，投资者仍不吃亏，这就是低估值带来的安全边际。

**有“冗余设计”，有“备用系统”来限制下跌空间。**安全边际好比工程施工中的冗余设计，平日看似冗余，灾难时才发现不可成缺，例如核电站仅有备用发电系统是不够的，最好还能有备用的备用。现实生活中百年一遇的灾害可能十年发生一次，股市更是如此，铤而走险虽然能在许多时候增加收益，但是某天你会发现“出来混，迟早是要还的”。零乘以任何数都是零，所以特别要警惕毁灭性风险。垃圾股如果没有更大的傻瓜接下“接力棒”，股价是没有“备用系统”支撑的。博傻游戏玩久了，骗子越来越多，傻瓜就不够用了，还不如在低估和基本面的双重保险中寻找安全边际。

**价值易估，不具反身性，可越跌越买。**有安全边际的公司通常业务简单，价值易估，不具有反身性。索罗斯所说的反身性是指般价下跌本身对公司基本面有负面作用，易形成自我强化的恶性循环。例如贝尔斯登股价跳水会导致交易对手“挤兑”，有反身性，故不能越跌越买；可口可乐股价跳水丝毫不影响它卖饮料，无反身性，故可越跌越买。

**鼻莫如大，目莫如小。**韩非子说，雕刻的原则是鼻子不如先做大一些，眼晴不如先做小一些，因为“鼻大可小，小不可大也；目小可大，大不可小也””。凡论事要留有余地，做投资也一样，因为市场总是天有不测风云，没有足够安全边际时，别抱侥幸心理孤注一掷。没有把握时，不妨均衡配置，先处不败，而后求胜。

**4.止损**

保罗・琼斯（Paul Jones）是我最尊敬的对冲基金经理之一，他的座右铭是“失败者才在亏损股上越跌越买、推低成本”。

我们先回顾一下卖股票的三个理由：基本面恶化；价格达到目标价；有更好的其他投资。换句话说，价值投资买的就是便宜的好公司，所以卖出的原因就是：公司没有想象的好；不再便宜；还有其他更好更便宜的公司。

许多人潜意识中把买入成本当作决策依据之一，产生了常见的两种极端行为：一种是成本线上，一有风吹草动就锁定收益；成本线下，打死也不卖。另一种是成本线上无比激进，因为赚来的钱赔了不心疼；成本线下无比保守，因为本钱亏一分也肉痛。这两种极端都是人性中的“心理账户”在作祟。

**忘掉你的成本，是成功投资的第一步。**全市场除了你之外，没有人知道或关心你的买入成本，因此你的成本高低、是否亏损对股票未来走势有没有丝毫影响。

忘掉成本，也就不存在亏损股和盈利股的区别，许多人在某只股票上亏了钱，总想从这只股票上赚回来，结果是在哪里跌倒就在哪里趴着，反而错过了很多其他机会。投资就是个不断比较不同股票的过程，与成本无关。

熊市末期，价格显著低于价值，常常吸引价值投资者买在底部的左侧的黑暗里。然而，不止损就有潜在的毁灭性风险的问题，不可不慎。所以，不止损是有很严格的前提条件的：必须避开各种价值陷阱；所买的股票有足够安全边际；所承担的只是价格波动的风验而非本金永久性丧失的风险。上一章和本章其实就是试图回答这样一个问题：什么条件下可以死扛，什么条得下必须止损。对投资者而言，这是个生死攸关的问题。

**第三部分 投资风险**

**09.价值投资的局限性**

价值投资有其特定的适用范围和条件，清楚地认识到价值投资的局限性是成功投资的必径之道。简单地说，价值投资就是当股票价格低于公司内在价值时买入，当股票价格高于内在价值时卖出。

**价值投资的第一个基本条件：所买的公司的内在价值应该是相对容易确定的。**为什么巴非特只买商业模式简单并且跟人们日常生活息息相关的公司？道理很简单，这些公司的未来盈利增长非常稳定，因而其内在价值很容易被确定。

巴非特最成功的投资大多在日常消费品领域，例如可口可乐、宝洁、吉列刀片和绿箭口香糖。如果把这些公司的历史盈利状况以图表示，几乎就是一条斜向上的直线。相反，有很多行业，其未来的现金流几乎可以说是不可预测的，因此很难对公司的内在价值进行有意义的估测。

**价值投资的第二个基本条件：所投资的公司的内在价值应该相对独立于股票价格。**看看巴菲特投资的可口可乐、宝洁等公司，这些公司不论股票价格怎么跌，都不会影响到公司业务的正常开展。相反，有些公司一旦股价跳水，直接影响到公司业务的开展。例如贝尔斯登和雷曼，一旦股价跌幅超过一定程度，大批的对冲基金停止与其交易，并提出提款要求（实际上就是挤兑）这种情况下，公司的内在价值可以在一夜间蒸发殆尽，再坚持越跌越买是非常危险的。

索罗斯一再强调的反身性本质上就是价格对价值的这种反作用力。在一定条件下，这种反身性本质上就是价格对价值的这种反作用力。在一定条件下，这种反身性会自加强，导致恶性循环，因而股价的表现会大大出乎价值投资者的意料。

很多美国的杰出价值投资者在2008年血本无归，就是没有认识到反身性的力量。A股中也有一些公司的内在价值依赖股票价格，最典型的德隆系靠高价格的股票获取抵押贷款来进行外延式扩张，一旦股价崩盘，公司就灰飞烟灭。

**价值投资的第三个基本条件：要在合适的市场阶段采用。**和大多数新兴市场一样，中国股市历来都是涨的时候超涨，跌的时候超跌。牛市中期后，股价一般已经高于公司的内在价值，但这并不意味着股市会见顶。严格地遵循价值投资，往往容易错过牛市下半场。

**价值投资的第四个基本条件：选取合适的投资期限。**价值投资实现在价值靠拢。在现实生活中，价格收益的前提是常态，价格回归到价值投资往往需要漫长的等待。因此，价值投资一般更适合长线投资。如果能像巴菲特那样投资期限是10年以上，也就不用担心第三个条件中提到的市场阶段问题了。因为10年足以跨越牛熊市场周期。

讲价值投资的局限性，并不是贬低价值投资，相反，过去十年我一直都是价值投资的铁杆实践者，也正是在实践价值投资的摸爬滚打中，才认识到因地制宜、因时而异的重要性。