

黄涛◎著



THE STOCK
MARKET

中国股市

价值投资指南

- 介绍判断股票价值和分析市场价格的方法
- 全方位解析了八只投资回报率较高的股票
- 分析中国股市和上市企业的发展特点，深度挖掘具有价值投资潜质的行业和企业

投资大师的**价值投资理论**与
中国股市实际相结合的**经典著作**



中国纺织出版社




中国股市 价值投资指南

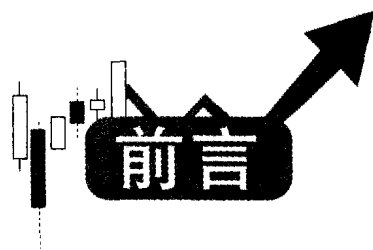


THE STOCK
MARKET

黄涛◎著

投资大师的价值投资理论与
中国股市实际相结合的经典著作

 中国纺织出版社



随着中国股票市场的不断发展，价值投资被机构投资者所大力提倡，也被越来越多的广大个人投资者所熟悉。但是，当人们谈到“价值投资”一词时，还是感觉它过于专业。其实，“价值投资”买卖股票的原理很简单：先判断出股票的价值，当股票的价格明显低于股票的价值时买进，当股票的价格明显高于股票的价值时卖出。如果股票的价格比较合理，企业的发展势头良好，就继续持有。

价值投资经过本杰明·格雷厄姆、大卫·多哥、菲利普·费雪等人的不断发展，到沃伦·巴菲特这里已经将价值投资运用得登峰造极。作为一名基金经理有很多制度上、规则上的约束，而彼得·林奇也成为基金经理的典范。这些著名的投资者都是在美国取得的成功，而在中国到目前为止还没有像他们那样取得成功的世界级的价值投资者。在中国有很多投资者，包括个人投资者和机构投资者，以及金融学的专家、教授等，他们一方面承认价值投资的正确性，而另一方面又对价值投资在中国如何才能成功地运用存有疑虑。个人投资者大多数没有受过正规的商业或金融领域的教育，不了解价值投资的基本原理，因此，对中国企业的了解不够是可以理解的。投资基金的经理和金融学的专家、教授虽然也在倡导价值投资，但是，在实际运用中却显得有些力不从心，有些甚至已经退化到试图在最短的时期里得到尽可能高的收益这种激烈的竞争上。牛顿有一句名言：“我能够看得远……是因为我站在了巨人的肩膀上。”然而，站在巨人的肩膀上的人却并不一定都能看得远。价值投资的基本原理和沃伦·巴菲特的财富传奇，机构投资的管理者们都有所了解，可以说现在的机构投资者已经都站在了巨人的肩膀上，但是，想要看得远些却并不容易。当然，他们也在为不断提高自己的投资水平而努力。



中国股市 价值投资指南

在中国，无论是否有像沃伦·巴菲特或彼德·林奇那样成功的投资明星，作者本人都非常坚定地相信，一定有真正意义上的价值投资者，能够将价值投资的基本原理在中国成功地运用，这是因为：

第一，中国经济在现阶段以每年9%左右(潜在GDP)的速度增长，是全世界经济发展最快、最稳定、最有活力的国家，中国的资本市场也是全球最具吸引力的市场。

第二，中国政府出台了很多政策和制度来不断发展和完善中国的资本市场，同时，注意监督和管理，提倡合理投资和价值投资，这就使得中国的资本市场不断成熟，更加理性，为企业的融资和投资者的投资提供良好的环境。

第三，中国有很多优秀的企业，不管是国有控股企业还是民营企业，都在经济发展的过程中不断成长，企业的价值在不断增加。在这样好的机遇面前，不论是个人投资者还是机构投资者，只要掌握价值投资的基本分析方法，并且稍加留意，都可以获得成功。正如毕加索所说，“重要的不是我把握自然，而是我要与它一起生长”，希望中国的投资者也能与中国的上市企业一起成长，分享它们的发展成果，取得投资的良好收益。

价值投资对于机构投资者适用，对于没有在投资机构工作过，没有在正规的金融和商业学院学习过的个人投资者也一样适用。彼得·林奇曾经写道：“不去商业学校学习，这样就不必再花费时间和精力来把已经学过的知识全都忘掉。”沃伦·巴菲特也认为复杂的金融知识并不重要，甚至不必要，他们的目的都是要强调，商业的基本常识是很重要的。股票投资是一门艺术，一个受过严格量化教育的人在投资时往往会有更大的不利之处。所以，个人投资者不要因为没有在金融学校学习过而感到自卑。投资者根本不需要关心什么内幕信息，能否成功地运用价值投资与内幕信息无关。如果一家企业真的有太多的内幕信息，那就不要去对它投资，因为一家真正为投资者利益着想的企业，不应该有太多见不得人的“秘密”。本书中的全部信息均来源于完全公开的信息，其数据是从各个上市公司的官方网站、金融界(www.jrj.com)、新



浪网 (www.sina.com)、搜狐网 (www.sohu.com) 以及巨潮网(www.cninfo.com.cn) 等网站上获得, 投资者也可在这些金融网站上关注企业的年报和行业信息。

目前, 国内介绍股票投资的书籍中, 一大部分是关于技术分析和短线操作的, 另一部分是介绍本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特和彼得·林奇的, 以帮助投资者了解价值投资在美国的发展和应用。然而, 如何将价值投资的基本原理同中国的实际情况相结合, 帮助国内外投资者分析中国的一些具体行业和企业, 并且帮助投资者掌握如何在现实中成功运用价值投资的书籍还极少, 而这正是广大投资者所迫切需要的, 这也是作者写作本书的目的所在。虽然书中会引用不少巴菲特和林奇的经典语句, 用来揭示价值投资的基本原理, 但是, 这绝不是把他们当成教条。中国的企业有中国自己的特点, 具体问题需要具体分析, 需要灵活运用, 而商业原理本身却是不变的, 对于中国和美国都适用。这就好比牛顿的万有引力定律所揭示的不论是在美国还是在中国, 苹果熟了都会往地上掉, 而不是往天上飞; 阿基米得定律也同样适用, 不论你在美国的游泳池里游泳, 还是在中国的游泳池里游泳, 水都会对你产生浮力。商业与价值投资的基本原理和基本常识也如此, 业绩优秀, 拥有良好的、持久的内在价值的公司, 必然会被中国的股市所认可。

本书具有如下四个特点:

第一, 思想明确。始终围绕着股票的内在价值与市场价格去分析。

第二, 结合实际。本书将价值投资的基本原理同中国的实际情况相结合, 分析中国的某些行业和企业, 介绍它们的经济特性, 而且, 重点强调要寻找那些业绩优秀的企业。

第三, 化繁为简。简单的即是美的, 本书尽可能用简单的方式告诉读者应该如何分析企业和判断股票市场价格, 通俗易懂, 风格简约。

第四, 适用范围广。本书重点定位于那些相信价值投资, 但是又不知道如何在中国的股票市场中去运用, 渴望得到帮助的投资者。在分析企业的过程中, 涉及企业的文化和经营理念的部分, 也同样适用于企业的管理者、个



中国股市 价值投资指南

人投资者和机构投资者。

本书的第一章对价值投资的基本原理进行了简单的介绍。

第二章是本书的重点，将向投资者介绍如何判断股票的内在价值（针对中国的上市公司）。我们将以一位企业分析师的思维方式去分析企业，看看企业是如何经营的，因为这是企业价值形成的根本。企业价值的形成主要是由企业所处行业的经济特性和企业的管理水平两个方面因素决定的。而企业价值的表现形式则是通过第三个因素——企业的财务数据表现出来的。第二章将围绕与企业价值相关的这三方面因素去分析。本章第三节，将向投资者介绍中国一部分行业的上市企业都有哪些经济特性，帮助投资者了解这些行业对于投资者的利与弊，在对这些行业内的股票进行投资时应该注意哪些问题。在其他介绍国外的价值投资的书籍中，还很少有针对不同行业的经济特性进行分析的，所以，这正是本书的特点所在。

第三章将讨论应该如何看待股票市场和市场价格。

第四章是介绍一些实用的价值投资技巧。

第五章将列出过去十几年间，中国股票市场上一些优秀的上市公司，并对它们的基本情况、主营业务、财务数据和股票价格进行分析。这一方面可以证明中国有很多适合价值投资的好股票，而且它们的价值也已经被市场所承认，反驳那些认为价值投资在中国根本不适用的人的错误观点；另一方面，主要是帮助投资者掌握最基本的分析企业的方法。

希望本书的出版能够帮助那些喜欢价值投资的投资者看得更远些，投资更合理些，引导他们走向成功。

黄涛
于北京



第一章 价值投资的基本原理

- 第一节 股票的内在价值 /3
- 第二节 用被低估的价格去购买优秀企业的股票 /7
- 第三节 中长期投资 /9
- 第四节 卖出股票的四个理由 /10

第二章 如何判断股票的内在价值

- 第一节 与股票价值有关的三个因素间的相互关系 /15
 - 一、行业的经济特性与企业文化、管理者行为方式的关系 /15
 - 二、行业的经济特性与财务数据的关系 /16
 - 三、财务数据与企业文化、管理者行为方式的关系 /17
- 第二节 财务数据分析 /19
 - 一、销售收入和利润率 /20
 - 二、收益 /22
 - 三、权益资本收益率 /23
 - 四、应收账款和存货 /25
 - 五、净营运资本和长期负债 /26
 - 六、股东权益 /29
 - 七、现金流量 /30
- 第三节 行业的经济特性和发展前景分析 /32
 - 一、如何理解行业的经济特性和发展前景 /32
 - 二、家电行业 /36

- 三、电子行业 /42
- 四、机械和电气设备制造业 /51
- 五、酿酒行业 /54
- 六、钢铁行业 /57
- 七、水泥行业 /63
- 八、汽车制造业 /68
- 九、医药行业 /75
- 十、船舶运输业 /83
- 十一、航空运输业 /85
- 十二、高速公路运输业 /89
- 十三、水力发电和火力发电业 /94
- 十四、煤炭采掘业 /99
- 十五、银行业 /103
- 十六、小结 /111
- 第四节 企业文化和管理者行为方式分析 /112

第三章 如何看待股票市场和市场价格

- 第一节 股票市场的基本常识 /119
 - 一、股票的价格由股票的价值决定 /119
 - 二、股票的价格始终围绕着股票的价值上下波动 /119
 - 三、股票市场的理性与非理性 /123
- 第二节 对待股票市场的态度 /123
 - 一、不要对市场抱有幻想，也不需要去预测它 /124
 - 二、不必为股票市场的短期波动而操心 /126
 - 三、“有时”应该学会等待 /129
 - 四、对于长期投资要有信心，但目标也要合理 /131
- 第三节 如何判断股票市场的状态 /133
- 第四节 货币政策与股票市场 /136



第五节 市盈率可以解密何时买卖股票 /138

第四章 价值投资的技巧

- 第一节 如何看待机会 /145
- 第二节 笨小孩理论 /146
- 第三节 奥运会夺金理论 /149
- 第四节 集中投资还是分散投资 /152
- 第五节 好股票就在你身边 /154
- 第六节 “扭亏为盈”的企业 /155
- 第七节 周期型股票 /158
- 第八节 挑选好司机 /165
- 第九节 明星与明星股 /166
- 第十节 可能会对投资者有利的企业现象 /170
- 第十一节 分析企业要全面，要把握大局 /174
- 第十二节 价值投资要比短线操作更具优势 /177
- 第十三节 如何寻找下一只好股票 /180
- 第十四节 投资者应该遵守的原则 /182

第五章 价值投资的个股解析

- 第一节 中集集团 /187
 - 一、公司简介 /187
 - 二、财务数据分析 /191
 - 三、股票价格的变化情况 /193
- 第二节 格力电器 /195
 - 一、公司简介 /195
 - 二、财务数据分析 /198



中国股市 价值投资指南

- 三、股票价格的变化情况 /201
- 第三节 苏宁电器 /202
 - 一、公司简介 /202
 - 二、财务数据分析 /206
 - 三、股票价格的变化情况 /209
- 第四节 中联重科 /210
 - 一、公司简介 /210
 - 二、财务数据分析 /214
 - 三、股票价格变化情况 /217
- 第五节 贵州茅台 /219
 - 一、公司简介 /219
 - 二、历史背景 /219
 - 三、企业的竞争优势和特点 /220
 - 四、财务数据分析 /223
 - 五、股票价格的变化情况 /225
- 第六节 美的电器 /227
 - 一、公司简介 /227
 - 二、财务数据分析 /229
 - 三、股票价格的变化情况 /231
- 第七节 盐湖钾肥 /232
 - 一、公司简介 /232
 - 二、竞争优势 /233
 - 三、产品特点 /235
 - 四、财务数据分析 /236
 - 五、股票价格的变化情况 /238
- 第八节 特变电工 /240
 - 一、公司简介 /240
 - 二、财务数据分析 /243
 - 三、股票价格的变化情况 /245





股票代表企业的一部分权益，投资股票就是在对企业进行投资。企业在开展业务时，销售收入增加，利润上升，股票价格也就会随之上涨，这就是价值投资的基本原理。这个原理无论是对于那些资金量比较少的小股民，还是对于那些资金量很庞大的机构投资者都一样适用。

价值投资就是在股票市场波动的过程中，购买那些内在价值被市场低估的优秀企业的股票，而投资成功的关键就在于：

(1) 正确判断股票（企业）的内在价值。

(2) 正确看待市场价格。

由于沃伦·巴菲特的很多经典格言已经把价值投资的原理解释得淋漓尽致，国内介绍价值投资的书籍又非常丰富，所以，在这里我们只是对价值投资的基本原理做一些简要介绍。

第一节 股票的内在价值

股票的内在价值就是上市企业的价值，它是由上市企业的盈利能力和净资产等因素决定。衡量股票内在价值的方法有以下三种：

1. 方法一：市盈率法

市盈率法（股票的市盈率 = 股票价格 / 每股收益）是股票市场中确定股票内在价值最普遍的方法。用市盈率法给股票估值主要适用于业绩优秀的上市企业，对于那些净利润很少的企业而言（这些股票的市盈率往往会很高，亏损的企业根本就没有市盈率），市盈率法就不太适用了。

在介绍市盈率估值法的一些教科书中，运用了很多复杂的数学公式，看了以后绝对能让人晕倒，在这里，我们就抛开那些深奥的理论不谈，向大家介绍一些简单、实用的方法。

我们先来看看一只股票的市盈率到底意味着什么。假如某只股票的市盈率是 8 倍，意味着投资者购买这只股票所花的钱只要用 8 年的时间就可以收回（在股票的年收益不变的情况下）；假如某只股票的市盈率是 300 倍，就意味着，投资者购买这只股票所花的钱，需要花上 300 年的时间才可以收回。您可能会说：300 年！那还不如我把钱存在银行或购买国债划算呢！如果我把钱用来购买国债，花上二十几年的时间就能收回投资。您太聪明了！问题的关键就在于此。

股票的内在价值是由股票的收益除以一个必要的贴现率决定的。通常，人们会把长期国债的收益率或银行利率当做这个贴现率，可利率水平有时是会变化的，尤其是在发生通货膨胀的时期。在证券行业内，分析师普遍认为把这个贴现率定在 4% ~ 5.5% 之间是比较合适的。这就意味着如果股票的年收益是 1 元，而且固定不变，那么股票的内在价值大约在 18 ~ 25 元之间（ $1 \text{ 元} \div 5.5\% = 18 \text{ 元}$ ， $1 \text{ 元} \div 4\% = 25 \text{ 元}$ ）。也就是说，当股票的市盈率在 18 ~ 25 倍之间时（ $18 \text{ 元} \div 1 \text{ 元} = 18 \text{ 倍}$ ， $25 \text{ 元} \div 1 \text{ 元} = 25 \text{ 倍}$ ），正好体现股票的内在价值。

此时，如果这只股票的价格是每股 40 元，市盈率就是 40 倍（ $40 \text{ 元} \div 1 \text{ 元} = 40 \text{ 倍}$ ），股票的价格高于股票的内在价值，投资者就不应该再继续持有股票了；如果股票的价格是每股 10 元，市盈率就是只有 10 倍（ $10 \text{ 元} \div 1 \text{ 元} = 10 \text{ 倍}$ ），股票的价格就大大低于股票的内在价值，投资者应该买入股票。

在 2007 年，当上证指数上涨到 5000 点以上时，整个股市的平均市盈率已经超过了 50 倍，如此高的市盈率说明股价严重偏高了。实际上，当时上证指数的内在价值也就位于 2300 点附近。

当然，用 18 ~ 25 倍的市盈率去衡量股票的内在价值，对于整个股市而言还算比较适用，可对于不同行业的股票而言，市盈率合理的范围就会有较大差异。有些行业的股票即使是在大熊市里，平均市盈率也能保持在三四十



倍；而有些行业的股票即使是在市场行情不错的情况下，平均市盈率可能也就只有十几倍（比如银行业），关于如何运用市盈率法去对不同行业的股票进行买卖，我们会在第三章第五节进一步介绍。

我们了解了贴现率是如何确定的，这里又出现了一个问题，就是企业的收益并不是固定不变的，而是在变化的。如果企业的收益每年能够稳定增加，而且企业的财务状况良好，那么，股票的内在价值也必然会不断上升。按照前面提到的计算股票内在价值的例子，如果企业的收益每年在不断上升（假设股票不分拆），第1年每股收益是1元，第2年每股收益是1.2元，第3年是1.5元，第4年是1.9元，第5年是2.4元……那么股票的内在价值就会上升，股票的收益上升得越快，股票的内在价值也就上升得越快；可如果企业的收益在下降，第1年每股收益是1元，第2年是0.8元，第3年是0.6元，第4年是0.4元，第5年是0.2元……股票的内在价值自然就会下降，无论股票的收益在上涨还是下降，股价都会有所体现。

股票的收益完全由企业的业绩水平、盈利能力决定，而企业的业绩水平则由企业的管理水平和企业所处行业的经济特性、发展前景决定的。

2. 方法二：市净率法

把上市公司的全部资产评估一遍，扣除公司的全部负债，即用企业的总资产减去总负债，得到股东权益，也就是企业的账面价值，然后，用股票的总市值同企业的股东权益进行比较即为市净率（市净率 = 股票的总市值 / 股东权益）。如果股票的价格接近甚至低于股票的账面价值，即为市净率等于或小于1时，就说明该股票的价值被低估了，这种方法就是市净率法。

股东权益一般被看做是股票价值的底线，当企业要进行破产清算或者企业根本没有利润处于亏损时，用市盈率法无法衡量企业的价值，在这种糟糕的情况下运用市净率法会更加合适。我们可以假设某只股票的净资产是15亿元，而它的股票总市值低于15亿元，比如只有13.5亿元，这只股票的市净



率就是 $13.5/15 = 0.9$ ，小于 1，说明股票的价值被低估了，值得投资。

在 2005 年、2006 年大熊市的时候，有一些股票的市值已经低于了账面价值，股票的价值明显被低估了，此时，购买股票应该不会赔钱。但是用市净率法去判断优秀企业的内在价值就有一定的局限性，因为，优秀企业的市净率往往都会比较高，也就是说优秀企业股票的内在价值要大于股东权益若干倍。

3. 方法三：销售收入法

销售收入法是将上市公司的年销售收入同股票的总市值进行比较，如果这个比值大于 1，就说明该股票价值被低估；如果比值小于 1，说明该股票的价格被高估。这种方法的局限性较大，因为不同行业和销售收入率（净利率）大不相同，比如同样是销售收入为 50 亿元的两家企业，A 企业的净利润是 10 亿元，B 企业的净利润只有 1000 万元，虽然销售收入相同，可两家企业的净利润相差 100 倍，它们的价值能一样吗？

不过，如果投资者发现一家企业的销售收入是其股票市值的好几倍，企业又可以实现盈利，此时，投资者就应该思考一下该企业的股票价值是否被低估了。例如，我们在第四章第六节“扭亏为盈”的企业中要介绍的福田汽车这只股票，它在 2008 年 11 月，销售收入竟然是股票总市值的 9.94 倍，而当年公司的净利润是 3.45 亿元，在随后的一年多的时间里，它的股价上涨了近 7 倍。

以上介绍的这三种衡量股票内在价值的方法，每种方法都有各自的适用范围，也有各自的不足之处，在判断上市公司股票的内在价值时，还是应该针对不同企业，将三种方法综合考虑，灵活运用。



第二节 用被低估的价格去购买 优秀企业的股票

正确判断股票的内在价值只是成功投资的一半，而另一半就是以什么样的价格去购买股票。本杰明·格雷厄姆的建议就是用 4 毛钱的价格去购买价值 1 元钱的东西。

价格是投资者为股票所付出的期望值，投资者的期望能否有所回报，回报率是否让人满意，要取决于价格（付出的东西）与价值（得到的东西）之间的关系。股票价格低于股票价值的部分被称为“安全边际”或是“安全空间”。股票的“安全边际”，一方面为投资者提供了安全的保障，因为企业的收益具有不确定性；另一方面，也为投资提供了获取收益的空间。其实，优秀企业的管理水平和竞争力本身就是一种“安全边际”，它可以保证企业内在价值的增长，提高投资收益的确定性。

如果一名投资者以一个过高的价格去购买股票会是什么情况呢？

假如有一只股票的内在价值是每股 10 元，投资者却以每股 12 元的价格购买了这只股票，高于了股票内在价值 20%。当股市不景气，股价下跌时，这只股票从每股 12 元下跌到了每股 8 元，投资者就已经损失了 $(12 - 8) / 12 = 33.3\%$ 。如果想要挽回损失得话，股价就要从 8 元上涨到 12 元，上涨 50%。50% 的收益意味着什么呢？它相当于一名比较优秀的基金经理要花上两年的时间才能取得这样的收益（投资基金每年的投资收益率都不相同，在有些牛市的年份中一年的收益率就可以超过 100%，而在市场不景气时，能够做到不赔钱就算不错了，我们所说的两年时间是指平均的收益水平）。当然，股票的内在价值不会只停留在每股 10 元，它会随着企业业绩水平的提高而上



涨，业绩水平的下降而下跌。

同样是这只股票，如果投资者以每股15元的价格去购买这只股票，高于股票内在价值 50%。当股市出现了大熊市时，股价甚至可能会下跌到每股 6 元（在股票市场上什么事情都有可能发生），投资者就已经损失了 $(15 - 6) / 15 = 60\%$ 。如果想要挽回损失的话，股价就要从6元上涨到15元，上涨150%。150%的收益相当于一名比较优秀的基金经理要花上四五年的时间才能取得这样的收益。

当投资者为一只股票支付过高的价格时，就意味着在未来几年都难以取得什么收益，投资就已经失败了，我们在第二章高速公路运输行业中要介绍的华北高速，以及水泥行业中的江西水泥都是很好的例子。因此，以被低估的价格去购买股票对于成功投资就显得非常重要。

在大多数情况下，投资者要想获得好的投资机会，就要等待市场的失误。在市场处于大熊市的环境下，能够出现很多适合投资的机会，但是这种情况一般来说要隔上几年才有可能碰上一次。为了避免损失，投资者完全可以约束自己，一定要在有足够的安全边际时才去投资（比如股票的市盈率要低于12倍，对于某些行业市盈率甚至是要低于10倍）。这样去投资确实会非常安全，但是，也会错过一些好股票，比如像苏宁电器这样的股票，在它2004年刚上市的时候，只要股票的价格是在合理的范围之内，就非常值得投资。随着苏宁电器的销售收入和利润水平的快速上升，尽管是在2005年的大熊市里，苏宁电器的股票价格也一路上升。如果一定要等到10倍市盈率才去购买苏宁电器的股票，那就会错过一次绝佳的投资机会，因为苏宁电器的股票市盈率自从上市后就没有低于过12倍。所以，对于一些业绩优秀，尤其是业务在不断扩张的中小企业，用一个合理的价格去购买它的股票就可以了。当然，像苏宁电器这样的股票毕竟太少了，可遇而不可求。

投资者无论手中是否持有股票，平时需要做的工作就是，对于投资者自



己所了解的行业和优秀企业进行长时间的关注，当机会出现的时候，你已经做好了充分的准备。

第三节 中长期投资

这里首先介绍长期投资，然后介绍中期投资。之所以提倡长期投资（投资期至少在三四年以上才算是长期投资），是由于短期内市场是不确定的，优秀企业的价值可能会被市场低估。从2004年到2006年年初，在这两年多的时间里，中国的股市一直处于熊市，企业的价值却在增长，市场在短期内并没有表现出来。可从长期来看，市场确实是理性的，而且是确定的。时间是优秀企业的朋友，市场一定会认可优秀企业的价值，但往往需要一段时间。本书在分析企业时，都把股市在2007年的暴涨与2008年的暴跌排除掉（因为对于整个市场而言，不会总发生这种现象，有一次，就足以教育中国的投资者了）。也就是说，如果你是一位长期投资者，在2006年以前的任何时候购买股票并一直持有，根本不关心股票市场的涨和跌，在2007年和2008年也都不卖出股票。虽然错过了暴富的机会（事实上，在2007年股市已经变得疯狂时，卖掉股票才是价值投资者应该做出的选择。如果此时还拿着被市场严重高估的股票，喊着要长期持有，那就不是价值投资了。在这里，我们说不卖出股票是为了要说明优秀企业的价值在长期内会被市场所认可），但到了2009年的下半年，市场价格趋于合理时，有很多优秀企业的股票，在4~10年的时间里，会为投资者带来几倍甚至是十几倍的收益。

企业的发展并非短期内能够实现，投资者要分享企业的发展成果也不可能在短期内实现。只要企业的发展状况良好，股票价格没有被高估，投资者就没有必要卖掉股票，尤其是在股票价格被低估的情况下更是如此。

长期投资针对的是那些业绩优秀的企业而言，对于那些业绩下滑的股票，长期投资并不适用。比如我们在第二章电子行业中要提到的 *ST 夏新和深赛格，如果对它们进行长期投资，您买股票的钱只能是“肉包子打狗，一去不返”，还有交大昂立、ST 中源、ST 贤成、ST 科龙、*ST 春兰、ST 波导、华北高速、宁沪高速、首钢股份等股票，对它们进行长期投资的结果只会让您“永不瞑目”。

接下来介绍一下中期投资。中期投资一般是指持有股票一段时间，这个时间段的跨度不是一两个星期或一两个月，而是指持有股票 1 ~ 2 年，至少也要在半年以上。中期投资主要适用于股票市场处于低谷时（大熊市）买入并持有股票，当市场走出低谷，股价上涨到合理价位或是被高估后卖出。

对于中国股市中的很多股票而言，中期投资似乎更适合，因为中国股票市场的波动性还是比较大的，而且，中国经济的发展速度较快，变化也较快，其中一些行业在发展过程中表现出的周期性是很强的（我们将在第四章周期型股票中进一步介绍）。当某一个行业的发展处于停滞状态或低谷时，投资者此时可以去寻找那些增长较快的行业和企业去投资，这就更有利于提高投资回报率，这样看来，中期投资确实可以弥补长期投资的不足之处。

第四节 卖出股票的四个理由

价值投资绝不意味着不能卖出股票，投资的本质其实是将资金从资本回报率低的地方转移到资本回报率高的地方。投资分析其实是一种相互比较的过程，哪些企业对于投资者的资本回报率高，而且股票价格又便宜，哪些企业就应该是投资者投资的目标，这就像是流水一样，水总是往低处流。价值投资本身就带有一定的投机成分，只不过这种投机行为是以正确判断企业的



内在价值为基础，真正的价值投资者应该懂得“及时”地将股票的价值与市场价格进行对比，在适当的时候选择进与退。一般来说，当出现以下四种情况时，就应该考虑卖出股票了：

(1) 企业的经营状况从本质上已经发生了改变，未来难以实现持续发展。

(2) 股票的价值被市场严重高估，股价过高。以高估的价格卖出股票与以低估的价格买入股票对于实现成功投资同样重要，这就像是一枚硬币的正反面一样是相对应的，忽略了其中的任何一方面都是不完整的。

(3) 投资者又找到了更好、更有信心的投资机会。投资者最好不要把换股票当成换衣服那样去对待，如果总是“一山望着一山高”，过于频繁地更换股票的话，会使投资者感到迷惘，最后到头来“竹篮打水一场空”。回过头来一看，原来自己持有过的股票都是好股票，这时，除了悔恨，什么也得不到。不过，如果您所投资的股票（企业）在经营上真的是每况愈下或股价过高，而您又找到了企业的业绩在蒸蒸日上且股价较低的股票时，那么，就不要犹豫，也不要再恋旧了，尽早“弃暗投明”，及时更换股票才是明智之举。

(4) 投资者急需用钱。

当您把某只股票卖出后，如果该只股票的股价又下跌到有投资吸引力的价位上，或企业的业绩得到了改善，您完全可以再次买入该只股票。毕竟，投资者对自己持有过的股票应该更了解。可见，投资者的投资行为始终由股票价值与市场价格的变化关系决定。

以上介绍的有关价值投资的基本原理是投资者实现成功投资的基础，而投资失败的原因则是由于下述几点没有做好所导致的：

(1) 没有选对股票。

(2) 买入价格过高。

(3) 没有能够做到中长期持有。



中国股市 价值投资指南

(4) 当企业的经营状况真的出现问题时，或股价过高时没有能够及时卖掉股票。

如果投资者投资失败了，应该好好反省一下到底是哪出现了问题，以后加以改进。





正确分析企业、评估企业的价值是价值投资的核心，也是本书的重点内容。企业价值是在满足人们生活和生产需求的过程中逐渐形成的，随着销售收入转化为利润，企业的内在价值就会增长。具体来说，企业价值的形成主要由三个因素决定：

第一个因素是企业所处行业的经济特性和发展前景。不同行业的企业生产与经营方式不同，行业内企业之间的竞争激烈程度也不同，而行业的发展前景会决定企业未来能有多大的发展空间。同时，不同行业在政策上、制度上和宏观经济环境上所受影响不同。这些因素都属于企业的外部因素，是企业自身所无法左右的。

第二个因素是企业文化和管理者的行为方式。这体现在企业文化、管理者的行为等方面，这些因素属于企业的内部因素，将决定企业的管理水平。

我们分析了决定企业价值形成的两个主要因素，但是，这两点是无形的，并不容易量化。然而，当企业的价值形成以后，却需要通过一些可以量化的指标和数据用有形的方式把企业的价值表现出来，这就要引出和企业价值相关的第三个因素——财务数据。投资者通过对企业的财务数据进行分析，可以直接了解企业的经营状况，并依此来评估企业的内在价值。

本章将向读者介绍如何分析这三个因素。

第一节 与股票价值有关的三个因素间的相互关系

一、行业的经济特性与企业文化、管理者行为方式的关系

我们可以先思考一下不同国家是如何为实现经济的发展来制定经济政策

的。像中东一些国家，有着丰富的石油资源，只要进行石油开采，很容易就能暴富，因此，政府的经济发展政策主要围绕着本国石油资源的开发来制定；有些国家和地区有着丰富的旅游资源，当地政府的经济发展政策就会围绕着如何开发本地区的旅游资源来制定；而有些国家，自然资源匮乏，比如日本和韩国，它们只能通过大力提高科技水平和生产率才能实现经济的发展，所以，这些国家的发展政策会特别重视提高国民的教育水平和科技的创新力。不同国家的资源和环境等因素不同，政府所采取的经济发展和制定的经济发展政策也就大相径庭。

企业的发展同国家的发展其实具有相似之处。不同行业同具有各自的经济特性，这会影响到行业内企业文化的形成和管理者的行为方式。企业的管理者为自己企业制定的经营策略和发展理念，就是为了要适应企业所处行业的经济特性。能够适应市场竞争、掌握行业内游戏规则的企业可以生存下去，不适应者被市场淘汰。在什么样的环境下，行业有什么样的经济特性，企业的文化、管理者的行为方式就会表现出与之相适应的特点。

此外，企业在股权结构上的差异也会影响到企业的文化和管理者的行为方式。中国的国有控股企业和民营企业，由于各自的历史背景不同，在企业内部制度上和某些规定上会有所不同，这些都会对企业的发展方向和经营理念产生影响，在某些行业会表现得更加明显，这也是中国经济和中国企业的一个特点。

二、行业的经济特性与财务数据的关系

行业的经济特性不同，将会决定不同企业的财务数据表现出截然不同的特点，而在同一行业内，往往几家企业在一些财务数据上会有相似之处。

对于企业财务数据的分析一定要结合企业所处行业的经济特性进行。如



果脱离了对行业经济特性的分析，只是单纯地看财务数据，不足以正确判断企业及整个行业的发展趋势和前景，对于企业内在价值的判断也就缺乏了准确性，有些分析甚至将会失去意义。

企业的财务数据可以体现出企业所处行业的一些经济特性，比如：

- (1) 企业的销售收入可以反映企业所在行业的成长性。
- (2) 毛利率和销售收入率（净利率）的高低可以反映行业的利润水平和竞争的激烈程度。

通过这些财务数据的比较和分析，可以帮助阅读企业财务报表的投资者更好地了解企业所处行业的特点和该企业的竞争优势。

三、财务数据与企业文化、管理者行为方式的关系

投资者通过对财务数据分析可以判断企业管理者的管理才能、经营理念和对待投资者的态度。比如：

- (1) 在同行业里，企业利润率水平、权益资本收益率可以反映企业管理水平的高低。

- (2) 企业的流动比率、营运资金、长期负债可以反映企业管理者经营企业是否稳健。

- (3) 企业的投资、融资可以体现企业的管理者是如何制订企业的发展计划。资本的分配是企业价值形成的关键，简单地说就企业管理者将资金用来干什么，开展什么业务，这将决定企业能否为投资者提高资本的回报率。

- (4) 企业何时配股、增发股票以及如何定价，可以看出企业管理者对新老股东的态度。

- (5) 企业年报中的重要事项是对企业所发生的重要事件的说明，年报中的附注则是对财务数据的解释和说明，它们能够帮助投资者进一步了解

企业。

反过来，企业管理者对投资者的态度又可以影响财务数据和年报的质量。

上市公司的年报是管理者、会计师编写的，他们必须按照相关规定定期披露公司信息，向投资者、债权人介绍企业的经营成果，帮助投资者了解企业所存在的各种问题、面临的各种挑战以及企业的应对措施。

企业管理者抱着什么样的态度去编写，对于企业年报的质量自然会有一定影响。这就像老师留给学生的家庭作业，学生应该按时完成，让老师了解学生掌握知识的情况，哪些知识能够正确掌握，哪些知识还有不足，需要巩固提高。学习态度端正的学生能够按时完成，而且作业写得认真、清晰，而那些学习态度不太端正的学生可能只是敷衍了事。企业的年报也一样，对投资者负责的管理者，乐于向投资者、债权人介绍自己企业的业绩成果，希望得到大家的认同，如果有不足也会坦诚相告，企业的年报编写得会很清楚；如果企业的管理者不把投资者和债权人的利益放在心上，年报的质量可能就大打折扣了。

要强调的是，并不是说所有业绩优秀的企业年报就一定是毫无瑕疵，而业绩水平比较差的企业，年报就一定有问题。实际上，几乎所有企业的财务数据多少都会有一些出入和水分。投资者不是会计师，更不是审计师，只要能够通过阅读年报了解企业发展的大致情况就可以了。

通过对上述三个因素之间相互关系的分析，希望可以帮助投资者理清分析企业的思路，有助于投资者判断企业的内在价值。图 2-1 直观地反映了三者之间的相互关系。

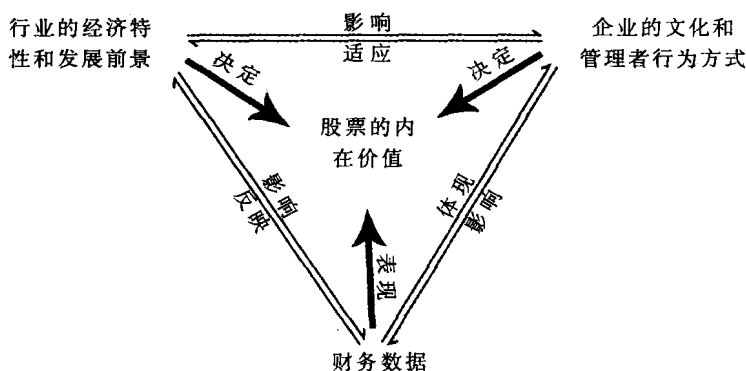


图 2-1 与企业价值相关的三个因素的相互关系

第二节 财务数据分析

在介绍公司的财务数据之前，投资者应该先了解一家公司是如何经营的。在上海和深圳交易所上市的公司有一半以上属于制造业，他们的商业模式相对而言比较成熟，其财务报表又都是用最基本的方法编制的。所以，我们就为读者介绍一下制造业企业的经营过程。

制造业企业首先要有固定资产，包括地产、厂房、各种设备用来生产，然后，购买原材料比如钢铁行业是铁矿石，机械设备行业是钢材等，接着进行生产、加工。公司的管理者要想着如何去降低成本、提高工人的工作效率以提高公司的毛利率。当产品被制造出来后，就要尽快把产品销售出去，控制好存货水平。公司管理者要思考采取什么样的营销方式去销售，如何占领市场，如何同竞争对手竞争，如何保持与销售商的关系，赢得客户的信任。有很多公司还需要有研发费用来提升自己公司的核心竞争力，需要广告费用

来提高公司的知名度和影响力，需要销售费用来提高销售收入。由于公司一般采用赊购赊销的方式经营，产品销售出去后，转化为应收账款，公司管理者的主要任务之一就是尽快将应收账款收回，转化为现金，使现金流入公司，保证公司有充足的资金来维持经营。公司要对固定资产进行折旧，如果公司要扩大生产规模，就需要购置新的固定资产，要有资本性的支出。不同行业对固定资产的需求程度不同，这就会影响这个行业内公司的价值，市场往往会对那些资本性支出较高的行业降低期望值，该行业内股票的平均市盈率就会比较低。公司用来扩张的资金不足时，会考虑借入债务资本或是增发股票来筹集资金。公司经营产生利润后，一部分作为留存收益增加股东权益，一部分分红派息，回报投资者。

以上简单地介绍了公司的经营过程、现金流的产生过程、资本的筹集和使用过程，公司的价值就是在这个过程中形成的。下面，我们将从投资者的角度出发，看一看在对财务数据进行分析时，哪些方面是值得投资者注意的，它们对于投资者的利益会产生哪些影响。

一、销售收入和利润率

销售收入是公司产生利润的前提，销售收入的不断增加能直接反映出公司的成长性，销售收入的增长对于处在困境中的企业而言更为重要。同时，上市公司销售收入和收益（净利润）的稳定增长对股票价格的上涨起决定性作用。在第五章，我们将会为投资者解析八只投资回报率很高的股票，这些股票所代表的企业有一个共同点就是销售收入在长期内都增长了很多倍。如果上市公司的销售收入在不断下降，那么股价很可能就会下跌。

当公司的规模达到一定水平，销售收入连续两三年都无法继续增长时，说明公司可能遇到了发展瓶颈，这种公司的股票价格往往难以实现上涨，缺



乏了投资的吸引力。

公司在销售收入增加的同时，如何控制好利润率，成功利用规模效应提高销售收入率（净利率），对于公司的管理水平也是一种挑战。

毛利率能够反映公司产品销售的初始获利能力。投资者在分析公司时，应该将该公司与同行业中其他公司的毛利率比较一下，如果公司的毛利率在同行业中处于较高的水平，说明该公司在技术水平上或是服务上要比其他公司更具有竞争优势。

如果公司每年的毛利率和销售净利率（以下简称净利率）波动过大，往往是由以下两种原因造成的：

一种原因是由于公司的管理水平存在一定问题。比如酒鬼酒公司，作为高档白酒生产企业，酒鬼酒公司的毛利率可以达到 75% 以上，但是它的净利率却只有 15% 左右，酒鬼酒公司的毛利率与净利率之间相差 60%。相比之下，贵州茅台公司的毛利率可以达到 90%，净利率可以达到 45% 以上，贵州茅台公司的毛利率与净利率之间相差 45%。酒鬼酒公司的毛利率与净利率之间的巨大差异说明公司的管理水平很可能存在问题，没能将产品的优势转化为净利润。之所以要提酒鬼酒公司，是因为它的产品很有特点，喝过酒鬼酒的人普遍都认为它的口感特好、品质高，如果酒鬼酒公司的管理水平能有所改善，销售收入和利润率能稳定提高，那么酒鬼酒应该是一只非常好的股票。

另一种原因是由于公司产品的市场价格或原材料价格发生了剧烈波动，比如生产有色金属的公司的产品价格就波动很大，公司的利润率水平有时就像人的心电图一样上下波动。

通常，对于全社会而言，公司的平均净利率大致在 5% ~ 6% 的范围内，而不同行业之间会存在巨大的差异。毛利率、净利率与企业所处行业的经济特性有关，同一行业的不同企业的毛利率、净利率是由企业的管理水平、竞争优势决定的。

二、收益

从会计角度上讲，收益就是净利润，是说公司挣了多少钱。挣钱是公司经营和投资者投资公司的最终的目的，如果公司挣不到钱，那投资者还不如把钱存在银行，回家吃利息。上市公司股票价格的上涨，并不完全是由公司收益的高低决定，而主要是由收益的增长速度决定的。上市公司的收益很高但不能够增长，股价就难以上涨；如果上市公司收益的增长速度较快，股价就会相应上涨。

公司产生利润意味着公司资产的增加或是负债的减少，但是，公司的利润并不意味着公司经营活动产生的现金流量净额在增加。因为公司增加的资产很可能是公司的应收账款或是存货，而现金却没有增加。在分析公司的收益时，还要注意以下问题：

(1) 要看公司的主营业务收入及其所产生的利润，这就要求公司的主营业务清晰、明确。

(2) 某些公司利润水平的大幅增加是由投资收益或是营业外收入所产生的，这些收益属于非经常性损益，不是主营业务产生的利润，很可能不具有持续性。我们就拿*ST春兰公司和复星医药公司这两家公司为例，进行分析。

*ST春兰公司的主营业务是生产、销售空调，该公司从2005年至2007年这3年间连续亏损，公司在2008年5月被上海证券交易所暂停上市。为了保壳，*ST春兰公司从2008年开始“倒手”房地产项目。在2008年12月，*ST春兰公司将位于泰州市口泰路58号的房屋及附属设施出售，产生了约1亿元的收益。2009年9月，*ST春兰公司又实施完毕了资产重组计划……受此影响，已经暂停上市的*ST春兰公司终于在2009年11月成功复牌。像*ST春兰公司这种主营业务的业绩很失败，为了达到保壳目的通过“倒手”房地产来获得短期收益的做法，已经成为了一些*ST公司所惯用的伎俩。



在中国的上市公司中，由于投资收益而使业绩水平大幅提高的现象也很常见，比如复星医药公司在 2009 年净利润的大幅提高就受益于此。

复星医药公司在 2008 年的销售收入为 37.73 亿元，实现净利润 6.91 亿元，可是，到了 2009 年，该公司的销售收入为 38.72 亿元，却实现净利润 24.98 亿元，其中投资收益就高达 32.19 亿元。事实上，复星医药公司在 2009 年业绩的大幅增长，而是由于公司旗下参股投资的国药控股公司于 2009 年 9 月在香港上市成功，复星医药公司持有国药控股公司 34% 的股权，因而收获了巨额的投资收益。

在评估企业价值、计算股票的市盈率时，投资者不应将非经常性损益所产生的利润计算在内，应重点关注企业扣除非经常性损益后的净利润。

(3) 分析公司的收益不是只对某一年的收益水平进行分析，而是要对连续几年的收益水平进行分析，这样就可以判断出公司所处的发展阶段。

(4) 在分析公司收益时，要注意公司对于资本性支出的需求，尤其是那些资本密集型公司，比如钢铁公司（我们将会分析钢铁行业的经济特性时进一步讨论）。虽然在计算公司利润过程中要扣除固定资产的折旧费用，但是，公司在经营一段时间后，一些固定资产需要重置，重置成本往往要大于折旧费用，所以，应该将公司的收益打一些折扣更为保险。

三、权益资本收益率

权益资本收益率就是净资产收益率，是说企业用了多少钱挣了多少钱，它反映的是企业管理者利用股东的权益资本实现盈利的能力。对于全社会而言，企业的权益资本收益率平均值大约在 10% ~ 12% 之间。2009 年杭州公布的中国企业 500 强的平均净资产收益率为 8.9%，而世界企业 500 强的净资产收益率为 8.2%。大企业的平均净资产收益率之所以较低，是因为它们的资



产规模庞大，要想提高资本收益率会更困难。一般来说，企业的权益资本收益率能够超过 15%，就算是比较优秀的了，有一些企业的权益资本收益率可以超过 30%，这往往意味着企业具有很高的成长性。

在分析公司的收益时，应该结合权益资本收益率一起分析。假设有甲、乙两家公司的年收益都是 2 亿元，甲公司的权益资本（净资产）为 20 亿元，那么，甲公司的权益资本收益率为 10%，只是一般水平；而乙公司的权益资本为 10 亿元，那么，乙公司的权益资本收益率为 20%，比较优秀。虽然，甲、乙两家公司的收益相同，但乙公司的资本利用率更高。如果乙公司能够保持这样的资本收益率并稳定增长，乙公司的内在价值的增长速度要大大高于甲公司，乙公司的股票价格也会比甲公司上升得更快。

在分析权益资本收益率时，要注意公司的债务资本即长期负债。公司可以通过提高财务杠杆比率（负债水平）来提高权益资本收益率。按照上面举的例子，假设还有丙公司，年收益也是 2 亿元，权益资本是 10 亿元，但却拥有 10 亿元的长期负债，表面上丙公司的权益资本收益率是 20%，可是别忘了丙公司还有 10 亿元的长期负债，那么，丙公司实际的资本利用率其实只有 $2 / (10 + 10) \times 100\% = 10\%$ ，并不是那么高。

有些公司的权益资本收益率在刚上市时并不高，可是经过一段时间的发展，随着公司技术的提高，新产品的推出，或是受产业政策的影响，公司的权益资本收益率大幅提高，为投资者提供了高额回报，像特变电工公司、盐湖钾肥公司、泸州老窖公司都属于这种情况。

请投资者注意：权益资本收益率的高低可以用来衡量企业的管理水平是否优秀，并不能直接决定股票价格是上涨还是下跌，也不能决定哪只股票上涨的速度更快。比如国内很多钢铁企业在 2003 年、2004 年时的权益资本收益率还算比较高（权益资本收益率能够达到 15% 以上），可在接下来的几年里，一方面，铁矿石价格的上涨使得钢铁企业难以产生稳定的利润，另一方



面，钢铁企业的产生利润又难以满足企业对资本性支出的巨大需求，所以，钢铁企业也就无法拿出更多的资金来回报投资者。结果，经过几年的发展，这些钢铁企业的股票价格普遍上涨得很少。还有像中石化这样的大型企业，也能够长期保持较高的权益资本收益率，但股票价格的上涨却很慢。而像星马汽车（在第三章将会介绍），它的净资产收益率在 2008 年只有 4.66%，应该说是比较低的，但星马汽车的股价却在一年多的时间里涨幅超过 660%。

四、应收账款和存货

通常，证券分析师用应收账款周转率（ $\text{应收账款周转率} = \text{销售收入} / \text{应收账款}$ ）来衡量企业应收账款的周转情况，应收账款周转率越高，说明企业的应收账款回收的速度越快。

分析师还用存货周转率（ $\text{存货周转率} = \text{成本} / \text{存货}$ ）来衡量企业的存货水平。存货的周转率越高，说明企业能够在越短的时间内将产品销售出去。存货包括生产经营过程中为销售或耗用而持有的原材料、在途物资、低值易耗品、在产品、库存商品等。在分析企业的存货水平时，重点要看企业年报的附注中“产成品”的金额。如果企业的存货不断上升，生产出来的产品却没有销售出去，对于这家企业而言肯定是个大问题。存货水平与同行业的平均水平相比不能太高，可如果企业的存货水平太低，一旦有客户要购买产品，而企业却没有产品可卖，那也不是一件好事，所以，有一定存货是必要的，它可以保证企业经营的连续性。

应收账款周转率和存货周转率在企业经营过程中，不是稳定不变，有一些波动是很正常的，可如果它们的变化值太离谱，那就应该引起投资者的警惕了。

在相同行业内，不同企业的应收账款周转率和存货周转率与企业在营销

方式和销售渠道上的差异有关，同时，也和企业产品的知名度、质量有关。投资者最好寻找在同行业中应收账款周转率和存货周转率都比较高的企业去投资。

企业的应收账款和存货的变化会影响企业经营活动的现金流量，当这两项增加时，企业的现金流量就会减少，反之，现金流量就会增加。

存货的价值也是一个值得注意的问题。有些产品存货的跌价是很厉害的，尤其是与电子芯片有关的产品，比如手机、VCD 等（手机和 VCD 的核心部分都是电子芯片）。一款新上市的手机，开始能卖 1200 元，过了几个月只能卖 800 元，价格只会不断下跌，一些老款手机如今只能卖到二三百元，还有很多手机早已经被市场淘汰。可以想象手机存货的跌价对生产手机的企业影响有多么严重。

有些产品是有保质期的，比较有代表性的就是牛奶，保质期只有一二十天，所以，您会发现，超市里卖牛奶的商家总是搞促销活动，买一送一，生产牛奶的企业就是害怕牛奶不能及时卖出去，一旦过了保质期，损失可就大了。对于这类企业而言，存货的周转率要求会很高。而有些产品，比如金、银制品，还有高档白酒，不但没有保质期问题，而且存货的市场价格可能还会升值，这就会对投资者很有利。

五、净营运资本和长期负债

净营运资本和流动比率是用来判断上市公司流动性的重要数据和指标，
 $\text{净营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$ ， $\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$ （流动比率以下简称流动比）。

流动资产包括现金（货币资金）、有价证券、应收账款（卖了产品还没收到钱）、应收票据、存货、预付账款（交了钱还没拿到货物，一般是原材



料)等。

流动负债包括短期借款、应付账款(拿了别人的货物、原材料还没交钱)、应付票据、预收账款(收到了钱还没交货)和其他应付工资、税金等。企业的短期借款是用来弥补企业在短期内流动资金的不足。随着存货的卖出,应收账款的收回,转变为现金,即偿还所欠的短期借款,这种借款对企业而言是非常频繁的。有些财务状况良好、资金周转能力强的企业根本没有短期借款。流动资产和流动负债的产生都是企业在采用赊购、赊销的经营方式中形成的。

关于企业的流动比,传统的观点认为,流动比应该要大于1,甚至更高才好。可在现实当中,很多企业的流动比即使没有达到1,也一样经营得很好。这是因为,只有当企业的所有债权人同时找上门来,要求企业偿还所欠债务,而企业又拿不出钱来偿还全部负债时,资金链断裂,企业才会破产。但在正常下,只要企业能保证有源源不断的现金流入,去偿还一部分到期的债务,企业就可以正常经营。

企业的资金周转正常,企业的正常经营就不会有问题。如果企业现金产生能力很差,那么企业可就危险了。企业是否总能有稳定的现金流入,还与行业的经济特性有关。比如对于高速公路运输企业而言,只要有汽车通过,企业就会收取费用,就会有稳定的现金流入到企业,帮助企业偿还所欠的一部分债务。所以,绝大多数上市的高速公路运输企业的流动比不仅都小于1,而且有些企业的流动比会非常低。

对于某些行业的上市企业而言,流动比率就应该高一些才对。比如房地产开发行业,这是因为,房地产开发企业的流动资产中“存货”这一项所占的比率非常高,很多房地产开发企业的存货可以占到流动资产的70%以上。房地产开发企业的存货是指正在建造和已经建好但没有卖出去的房屋。房地产企业存货的流动性相对来说要偏弱一些,而且存货的价值有一定的不确定

性，一旦商品房价格大幅下跌，存货不能及时转化为现金，对房地产企业资金链的压力就会非常大。目前，国内一些著名房地产开发企业，比如万科公司、金地集团、保利地产公司等，它们的流动比都在 2 左右。

当然，上面我们介绍的高速公路运输业和房地产开发行业是两个比较特殊的行业，对于一般制造业的企业而言，从稳健的角度去考虑，我们还是希望企业能够保持适度的流动比。

不过，对于某些行业的企业而言，如果企业的流动比过高、营运资金太“充足”，可能也不一定是件好事，这可能意味着企业管理者没有能够充分地利用好股东的资金，缺乏进取精神。比如 *ST 春兰公司的流动比在 2008 年就达到了 3.31，之所以会产生这样高的流动比，是因为 *ST 春兰公司生产出的空调几乎就卖不出去，造成企业里堆满了存货，使 *ST 春兰公司的流动资产过于充足所致。

长期负债是指偿还期在一年或超过一年的一个营业周期以上的负债，它包括长期借款、应付债券、长期应付款等。长期负债往往是在企业要扩大生产而又缺乏资金时才发生的借款，所借的资金主要用来购买大型机械设备、增建或扩建厂房、购置地产等。长期负债在短期内没有偿还的压力，但会给企业带来一定的利息费用，影响企业的利润水平。随着时间的流逝，长期负债会转化为流动负债，并由流动资产去偿还。一般来说，长期负债与股东权益之比应小于 $1/4$ 。假设企业有 40 亿元的股东权益，长期负债控制在 10 亿元以内会比较适合。过高的长期负债可能会把一家企业拖入深渊。

一张漂亮的资产负债表，可以像格力电器公司和贵州茅台公司一样根本没有长期负债，而一张财务状况很差的资产负债表中，长期负债与股东权益之比可能远远高于 $1/4$ ，比如像航空运输企业中的 ST 东航公司、山航 B 公司（参考本章第三节的航空运输业）。

不过，如果投资者只是打算进行中期投资，持有股票的时间不是很长，



那么，对于企业长期负债的要求就不必过于严格。

六、股东权益

我们已经说过了股东权益就是企业的账面价值、净资产。如果企业想要增加股东权益，最直接的方式可以通过增发股票、配股，在资本市场上募集资金来实现。

当然，还有其他情况也会增加股东权益，比如按规定对资产进行重新评估，按公允价值计算，资产增加的部分可以增加股东权益。对企业而言，资产是拿来用的，而不是拿来卖的，尽管它确实可以被卖掉，如果这种方式每年都能使企业盈利，那么企业就不需要再经营了，不如搞一些固定资产收藏（比如说土地或艺术品）每年搞一下评估，就可以挣钱了。再有一种情况就是受其他人捐赠，这需要有許多既有钱，而且又对该企业情有独钟的人士才可以。很显然，在实际当中，企业只有通过自身的经营，持续的产生利润，才能使股东的利益长期受益。

在分析股东权益时，投资者应该计算一下（未分配利润+盈余公积金）/（股本+资本公积金）这一比率。这一比率的高低可以反映出企业在过去是通过经营中的盈利增加了股东权益，还是通过增发股票、配股增加了股东权益。这一比率越高说明企业的盈利能力越强，只利用少量资本就可以为股东获得利益，而这一比率越低说明企业的盈利能力越差，利用资本的能力也就越差。当这一比率上升时，股票的价格就会相应上涨。比如像贵州茅台公司，该公司不但分红派息的能力很强，而且“未分配利润”账户在加速上涨，贵州茅台公司的股价自然也会随之大幅上涨。

如果一家公司的“未分配利润”这一账户在不断下降，就说明公司在亏损。有些业绩很差的公司，比如我们在本章第三节的电子行业中要介绍的



ST 博信公司，这家上市公司经营了多年，公司的“未分配利润”账户竟然是 -3.09 亿元，说明公司一直在赔钱，它的股价当然不会有实质性上涨。

七、现金流量

现金在企业内的流入和流出就好像人体内的血液随着心脏的跳动，不断地流入和流出心脏一样，它的重要性不言而喻。现金流量包括经营活动产生的现金流量、投资活动产生的现金流量和筹资活动产生的现金流量三个部分。通常情况下，分析师、贷款人和投资者所说的现金流量是指经营活动产生的现金流量。

现金流量表的编制分为直接法和间接法，现在上市公司的年报中，直接法被广泛使用。用直接法编制的现金流量表，可以直接反映出企业由于经营活动而产生现金的情况，比如企业销售产品或提供服务所产生的现金流入量，企业用于购买原材料、支付工资、缴纳税金所产生现金流出量。

企业的现金流量是一个实际的值，它记录着现金在企业内流入和流出的真实值，事实是多少就是多少，与利润相比，现金流量不容易受人为因素的控制。由于企业采用权责发生制来进行会计核算，所以，企业的利润是一项通过会计计算才能确定的数字，它的计量比仅仅简单地保持对现金流量的记录要复杂得多。如果会计师选择的会计方法不同，企业的利润会发生变化，但是现金流量却不会，这是现金流量的一个重要特性，也是它被分析师所重视的原因之一。

经营活动产生的现金流量通常被定义为税后利润再加上折旧和摊销等非现金费用。企业的应收账款、存货等资产类账户的增加会使现金流量减少，反之，则会增加；企业的应付账款、应付工资等负债类账户的增加却会使现金流量增加，反之，则会减少。在现实当中，没有哪家企业在经营过程中，所



有数据的变化（应收账款、存货、应付账款等）是和预期值完全一致，企业的现金流量也是在波动的，而且有时会比较。当企业拥有一定的应收账款和存货时，可能仅仅再过一两个星期，企业就会有一大笔应收账款收回转化成现金，使现金流量大幅增加。在分析企业时，企业的现金流量减少或增加，并不能说明企业的情况一定是好或是坏。但是，如果企业连续几个季度甚至在更长时间内，现金流量一直是负值，这意味着企业的经营活动并没有使现金流入企业，却使现金在持续地流出企业，就值得注意了。如果企业经营活动产生的现金流量很少的话，还会影响到企业分红派息的能力。

用股票价格除以每股经营活动产生的现金流量净额，这个比值被称为“市现率”，如果市现率比较低，就说明股票的市场价格具有吸引力。在投资的实际运用中，主要还是以参考市盈率为主，市现率更适合分析那些初始资本性支出比较大，而后资本性支出很少的行业，比如高速公路运输企业、电信运营商等。

通过投资活动产生的现金流量可帮助投资者了解企业由于投资而发生的现金流入量，例如卖掉所持其他企业的股份或卖掉固定资产后，收回投资时所获得的现金流入量，以及对外投资所获得的股息和利息收入。

通过投资活动产生的现金流量还可以帮助投资者了解企业由于投资而发生的现金流出量，例如企业对外投资或购建固定资产所发生的现金流出量，这样投资者就可能了解企业是否在扩大生产。

通过筹资活动产生的现金流量可以帮助投资者了解企业资金的筹集情况，偿还资金的情况，向投资者和债权人分派股息和偿还利息的情况。

企业现金流量总的变化量，就等于资产负债表“货币现金”账户上企业年末余额与年初余额的变化量。

第三节 行业的经济特性和发展前景分析

一、如何理解行业的经济特性和发展前景

所谓行业的经济特性，顾名思义，就是不同行业的企业在进行商业活动时，所表现出的不同的特性。

由于不同行业在经营模式、现金流的产生方式以及行业外部环境上存在巨大差异，就会使得不同企业在原材料的价格、各种费用的控制、存货水平、产品的定价权、利润率水平、收益、对资本性支出的需求、企业的成长速度、行业的竞争激烈程度上呈现出不同特点，这些都是行业经济特性的表现，最终，会影响到不同行业内股票价格的上涨速度。

有些行业要求企业不断提升科技水平才能跟上行业发展的步伐，否则只能被淘汰，比如电子行业、计算机行业就是这样。

有些行业则受高科技的影响不大，比如高速公路运输业，无论科技怎么发展，汽车从高速公路上经过都需要交钱。

有些行业则是高科技的受益者，科技的发展可以降低企业的成本，提高利润率，比如服务性行业就是高科技的受益者。

有些行业具有较强的地域性特征，比如说水泥制造业、煤炭采掘业、钢铁制造业、高速公路运输业等，这就会对企业的发展潜力产生一定的影响，而更多的行业则不受地域的限制。

有些行业具有非常强的周期性，企业的原材料和产品的价格会随着时间的变化呈现出周期性的特征，销售收入和利润水平就会受到影响，比如有色金属行业、船舶运输业、证券行业表现得尤为突出。



此外，有些行业对于存货周转率的要求比较高，有些行业的准入门槛儿比较高，一般企业难以进入；有些行业对于大客户的依赖性比较强，这是因为整个行业内的众多企业只为少数几个客户提供服务；有些行业受国际因素的影响比较大，等等。

当您把本节所要介绍的十几个行业的内容读完后，相信您会对行业的经济特性有更深刻的理解。

行业的经济特性之所以重要，还因为它会决定某个行业在整个社会财富分配时所处的位置以及所占的份额。

有些行业在全社会财富分配时处在非常有利的地位，比如酿制高档白酒的企业可以很轻松地提高产品的市场价格而从中获利。

有些行业的经济特性决定了投资者想要分享全社会的财富，必须要依靠优秀的管理水平和技术上的核心竞争力才能实现，比如家电行业、机械设备制造业、汽车制造业。

有些行业却只能使投资者处于被动的地位，甚至在无形中已经剥夺了投资者财富分配的权力，比如火力发电企业、航空运输业、钢铁行业在成本的控制权和产品的定价权上都处于被动地位，而企业的发展却又都依赖于庞大的资本性支出。

由于经济特性上的差异，对不同行业的企业进行分析和评估时的方法就会有一定的差异，衡量标准也不一样。如体育比赛，用来评判和衡量不同项目运动员的标准和方法是不同的。比如游泳运动员应用时间来衡量他的成绩，而对射击运动员则不能；撑竿跳运动员可以用高度衡量她的成绩，而对于跳水运动员则不行。不同项目对于运动员的要求不同，运动员在日常的训练方式也各不相同。同样，我们也不应该把普通的家电制造企业同船舶运输企业、商业银行这几种不同类型的企业相比，因为它们的经营模式完全不同。

巴菲特曾说，如果他想要了解某个行业，会在一段时期内将专注力集中

在这一行业，做大量的阅读，了解这一行业的基本情况，阅读该企业的年报和同行业中竞争对手的年报，这样才能掌握分析这一行业的一些方法。

在分析行业的经济特性时，最核心的问题是要弄清楚企业的盈利能力、现金流量是否会因为竞争对手的加入、技术上的变化或突破、环境的变化、产业政策的转变而发生“革命性”的变化而损害投资者的利益，或者由于上述一些因素的变化使投资者受益；企业自身是否具有抵御、适应甚至是驾驭这些变化的能力。投资者可以看看本节电子行业中 *ST 夏新、ST 三星、ST 安彩等公司失败的例子，就明白行业的经济特性和产业的变革对于股价的变化影响有多大。

投资者在购买股票前，应该先思考一下，这个行业的哪些因素对投资者有利，哪些因素对投资者不利；哪些特性可以使企业持续保持自己的竞争优势成为企业发展的天然屏障，哪些特性却无法使企业在竞争中获得优势甚至成为企业发展无法摆脱的障碍。这种思维方式才是投资分析的精髓所在，也是一门艺术。

在分析企业时，投资者还可以进一步深入调查企业的产品、服务、销售方式以及在核心技术上是否具有特点，可如果研究工作做得过于琐碎，过多关注不太重要的问题，那样反而是鸡蛋里挑骨头。用约翰·梅纳德·凯恩斯（宏观经济学的创始人）的一句名言“宁愿接受模糊的真理，而不是精确的错误”来形容投资分析再恰当不过了。

除了对行业的经济特性进行分析外，对行业发展前景的分析同样重要，它将决定企业未来的增长空间和股价的升值空间。企业的发展和行业的发展都有四个阶段：初始发展期、快速成长期、成熟期、衰退期。

处在初始发展期的企业，企业的发展缺少资金，需要有外界资金的注入来满足企业发展的需要。在这个阶段，企业还没有形成比较成熟的商业模式，没有市场中站住脚，未来的发展还不确定，如果企业经营不当，很有



可能被市场淘汰。

处在快速成长期的企业，通常市场已经被打开，企业的管理也在发展中逐渐成熟，销售收入在稳定增长。如果成本和费用控制得当，企业的利润水平也应该会不断增加。企业所产生的利润更多是用来进行资本性支出以扩大规模，提高生产能力，满足市场和企业发展的需求，所以，很多企业在这一时期的分红派息并不高，这种企业的股票被称为成长型股票，这一时期应该是投资者投资的最佳时期。

处在成熟期的企业，销售收入和利润增长会放慢，甚至是增长停滞，只能保持原有的利润水平。由于市场的需求接近饱和，企业原有的业务很难再扩张。如何将企业的利润进行分配是管理者的一大问题，企业管理者可以将一部分利润分红派息给股东（分红派息水平较高的股票被称为价值型股票），或者是开发新业务，收购其他企业，如果新业务扩张成功，收购其他企业也获得良好的收益，可以为股东提供良好的资本回报。如果扩张失败，业绩水平的下滑，会使企业的股票价格也受到影响。

进入衰退期的企业，销售收入和利润同时下降，这可能与宏观经济因素有关，或者是由于企业在技术上的落后而逐渐被市场淘汰所致；或者是由于出现了强有力的竞争对手，使自己企业的市场份额下降所致。企业利润的下降必然会影响到股票的价格，处在衰退期的企业除非股票价格非常低，缺乏投资价值。

对于行业来说，衰退的行业并不意味着行业内所有的企业也一定在衰退，该行业内的股票就都不适合投资；成长的行业也并不意味着行业内的所有企业一定都能成长起来，该行业内的股票就都适合投资。

中国的股票市场之所以吸引全世界投资者的目光，最重要的原因就是中国的很多企业和很多行业都处在快速成长阶段，这一阶段蕴藏着大量的投资机会，而在美国、日本和欧洲一些国家和地区，很多行业已经处在成熟期甚

至是衰退期，相比之下，中国的企业更加具有活力。中国的企业和行业许多仍然处于初始发展期，创业板的股票基本上都属于这一类型。

从宏观经济学角度上讲，全社会经济的发展是由总需求和总供给的相互作用决定的，总需求由消费、投资（包括固定资产投资）、政府支出、净出口组成，总供给就是全社会的生产能力。总供给的增长相对稳定（目前中国的潜在 GDP 是在 9% 左右），总需求的变化比较大，而经济的增长是由总需求拉动的。如果全社会的总需求小于总供给，经济增长的速度就没有达到它应该达到的速度，就会造成社会上有一部分资源没有被充分利用上，会使失业率上升。所以，大家经常会在电视上听到扩大内需、增加政府支出、刺激消费、鼓励出口、通过投资带动经济增长、为社会提供更多的就业机会等词汇。

政府在运用经济政策的时候，会根据不同行业的特点，制订不同的产业政策和发展策略。

一方面，政府要保持经济的快速发展，就要在某些支柱产业比如电力、煤炭、石油、天然气等能源行业进行政策上的扶植和调控，保障供给；另一方面，政府又要防范金融危机，保证经济体制和金融体系的合理性与稳定性，对金融行业，比如银行业、保险业、证券业加强监管的力度，完善监管机制。

政府为保证经济发展制订的经济政策和产业政策会对不同行业的企业造成不同的影响，企业在这种环境下所面临的机遇和受到的约束也就不同，最终会使不同行业的企业对投资者的回报率受到一定影响。所以，投资者应该学会顺应政府的经济政策，选择对自己有利的行业进行投资。

二、家电行业

一提到中国家用电器行业的上市公司，您肯定会想到格力电器公司、美



的电器公司和青岛海尔公司。只要您走进电器商场，就可以轻而易举地了解到家电企业所生产产品的性能、适用人群、价格水平、售后服务等情况，还能将不同家电厂家生产的产品和服务进行比较，这要比了解生物企业是如何克隆动植物 DNA 的、科技企业的高新技术是如何创新的、软件企业是如何开发软件的容易得多。

这三家上市公司都是具有行业代表性的家电企业，有着长期稳定的经营史。通过对这三家公司财务数据的分析，我们就可以了解家电行业的经济特性。另外，我们还会分析一下 *ST 春兰公司的财务数据，看看它的财务数据又有哪些“过人之处”，对比一下优秀公司与 *ST 公司之间有什么样的差异。

如表 2-1 所示，格力电器公司、美的电器公司和青岛海尔公司的销售费用分别占其销售收入的 10.47%、10.18%、13.40%，销售费用如此之高，说明家电行业的竞争十分激烈。

表 2-1 2008 年四家上市家电公司的财务数据表

单位：万元

项 目	格力电器	美的电器	青岛海尔	*ST 春兰
销售收入	4203238	4531346	3040803	94054
营业成本	3373319	3663153	2337598	87088
销售费用	440262	461387	407459	19077
净利润（含：少数股东损益）	212807	155109	97869	-6657
销售收入率	5.06%	3.42%	3.22%	—
销售费用 / 销售收入	10.47%	10.18%	13.40%	20.28%
流动资产合计	2327707	1670502	786333	174783
流动负债合计	2306922	1601536	444453	52764
存货净额	478987	513753	185291	120677
固定资产合计	430378	502418	265994	79652
长期负债合计	0	0	7940	0

数据来源：格力电器公司、美的电器公司、青岛海尔公司、*ST 春兰公司 2008 年年报。

三家公司的销售净利率都比较低，格力电器公司的净利率为 5.06%，而美的电器公司、青岛海尔公司还不到 3.5%，这说明家电行业的利润空间有限。

存货水平是家电行业很受关注的问题，格力电器公司、美的电器公司和青岛海尔公司的存货周转率分别是 7.04、7.13、12.62，其中青岛海尔公司的存货周转率最高，说明青岛海尔公司在销售方式上应该更有特点，而 *ST 春兰公司的存货周转率只有 0.72。

除 *ST 春兰公司的三家公司都保持一定的营运资金，流动比都可以达到 1。长期负债极少，对于拥有几十亿元净资产的企业而言，几千万元的长期负债可以忽略不计。这说明这三家家电公司的管理者都很注意财务状况的稳健，注意降低企业的经营风险。这三家公司都拥有几十亿元的固定资产，这可以反映出家电企业对资本性支出有一定的需求。

而 *ST 春兰公司的财务数据就显得“个性十足”。*ST 春兰公司在 2008 年亏损了 6657 万元，可公司的销售费用却并不少，*ST 春兰公司的销售费用与销售收入的比值达到了 20.28%，明显高于另外三家公司的。

*ST 春兰公司的固定资产利用率极低，7.96 亿元的固定资产只能产生 9.40 亿元的销售收入，而青岛海尔公司用 26.60 亿元的固定资产可以产生 304.08 亿元的销售收入。

有意思的是 *ST 春兰公司的财务状况却“异常”的稳健，让我们“惊叹不已”。*ST 春兰公司的营运资金充足得“要命”，*ST 春兰公司的存货价值达 12.07 亿元，而且其中的产成品存货就已经达到了 11.17 亿元（表中未列出），是企业成本的 1.28 倍，这是因为 *ST 春兰公司生产出的空调几乎卖不出去，仓库里堆满了存货。*ST 春兰公司的工人就是 1 年多不进行生产，都有空调可卖，真是“幸福”啊！怪不得当格力电器公司、美的电器公司、青岛海尔公司等都在忙着抢占市场、投入研发费用、提高产品质量的时候，*ST



春兰公司的管理者们却可以“悠然自得”地去做房地产生意。

*ST 春兰公司作为中国最早的空调生产企业，曾经具有很多竞争优势，而现在已经风光不在。

*ST 春兰公司的股票价格在 2002 年年初还是在每股 13 元以上，之后一路下跌，到了 2010 年每股价格只有 6.5 元左右，8 年的时间下跌了 50%，如图 2-2 所示。而格力电器公司、美的电器公司的股票价格在 2002 年至 2010 年年初，已经上涨了 10 倍以上，青岛海尔公司的股价从 2004 年到 2010 年，也已经上涨了 5 倍。

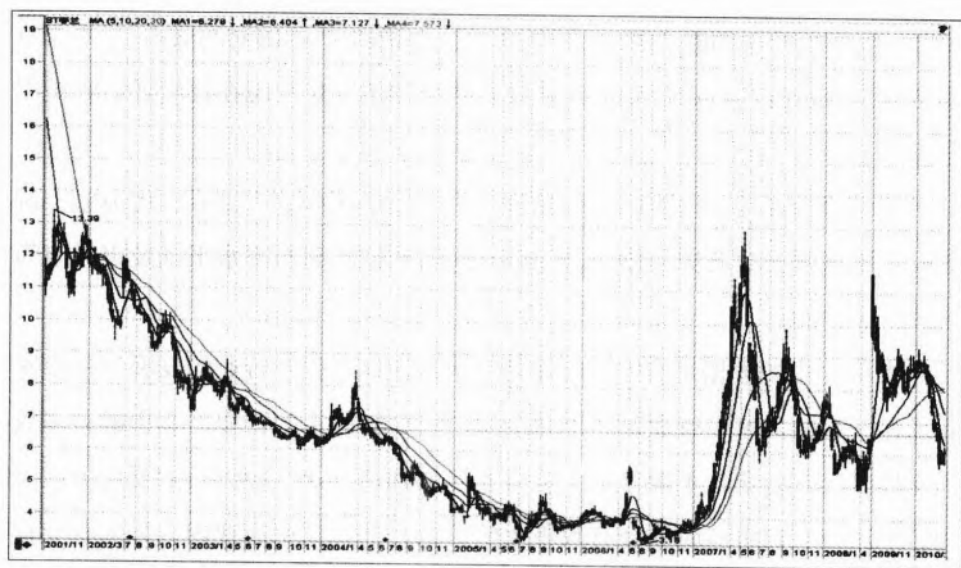


图 2-2 *ST 春兰 2001~2010 年股票价格走势

这里需要向读者解释股票分拆，这确实是一件让人头疼的事情。当上市公司通过转增股、送股对自己的股票进行分拆时，股本就会增加。比如说上市公司执行了每 10 股转增 3 股、送 2 股的分拆方案后，投资者手中最初的

100股股票就会变为 $100+30+20=150$ 股，股票的数量已经是原来的 1.5 倍。如果在分拆之前的股价是每股 6 元，分拆之后，股价经过一段时间的波动变为了每股 5 元，表面上看，股价是下跌了，但由于股票的分拆，实际上股票价格已经是每股 $5 \times 1.5 = 7.5$ 元，股价是最初时的 $1.5 \times 5 \div 6 = 1.25$ 倍。如果股价在分拆后上涨到了每股 6 元，那么此时的股价应该是最初时的 $1.5 \times 6 \div 6 = 1.5$ 倍。包括格力电器、美的电器在内的很多股票都是这样，它们的股价在表面上看并没有增长 10 倍，可如果把股票的分拆计算在内，其实已经上涨了超过 10 倍。为了保持真实性，本书中的所有股票价格走势图和股票价格全都没有经过复权处理。如果某只股票进行过分拆，会用文字加以说明，没有特殊说明的，就是没有分拆过（在图中所示的时间段内）。本书只是对股票价格的变化进行分析，并没有将分派的股息考虑在投资者的收益率之中。

在家电行业中，还可以对产品进一步细分，比如生产空调、电冰箱、洗衣机、电风扇、微波炉、热水器等，不同的产品的利润率水平以及市场空间也会有所不同。

表 2-1 中的数据是与家电行业的经济特性以及整个行业的发展过程紧密联系在一起的。家电行业是一个完全由市场机制决定的行业，其中的大多数企业都是民营企业，不像其他一些行业比如钢铁行业、能源行业受地方政府的影响比较大，有些时候会有政策上的扶植，而在家电行业内，如果企业自己犯了错误，市场是无情的，它不会饶恕你。

家电行业在发展之初，曾经拥有大量的公司参与竞争，处于一种群雄逐鹿的状态，任何公司都没有能力支配和控制整个市场，这就造成了较为激烈和复杂的市场竞争。由于很多公司在核心技术上没有竞争力，管理水平不到位，成本控制不合理，公司管理者缺乏长远眼光，最后纷纷被市场所淘汰，也就是所谓“洗牌”的过程。在看到同行业中很多公司因为犯了一些错误而



被市场淘汰后，生存下来的家电公司的管理者就会对家电行业的认识更清晰和深刻，他们会明确自己的公司什么事情应该去做，什么事情不应该去做，逐渐掌握了家电行业的游戏规则。

例如，上述三家家电公司都重视产品的开发，努力保持公司在技术上的竞争力，提高产品和服务质量，都积极建立适合自己公司的销售渠道，控制存货水平，提高存货的周转率。在财务方面，这三家公司几乎都没有长期负债，不希望自己的公司因为过度负债而走向失败。另外，公司不会盲扩大自己的经营范围。在手机热潮中，很多公司都在争先恐后的生产手机，但从来没有听说过格力手机、美的手机。并不是这两家公司没有能力生产手机，而是公司管理者知道，手机行业有它的特性，不是自己公司的竞争优势所在。所以，不会为了短期的利益盲目地扩张，将资金和精力投入到自己还不了解、不擅长的领域。尽管美的电器公司也生产很多种产品，包括空调、电风扇、电冰箱、微波炉等，但是它不会去生产手机，说明美的的多元化发展也是有选择的。青岛海尔公司虽然生产手机，但它的利润主要还是来自于空调、电冰箱和冰柜业务。

从未来的发展前景来看，家电行业对于企业在技术上、销售渠道上、服务上的要求会更高，竞争会更加激烈，产品的质量和品牌会对企业未来的销售收入和市场占有率产生更大影响。那些没有竞争力的公司，比如像 *ST 春兰公司、ST 科龙公司（ST 科龙公司的股价在 1999 年时还是每股 23 元，到 2010 年，股价已经下跌到每股 7 元左右，跌幅达 70%）的生存空间将会受到进一步挑战，而格力电器公司、美的电器公司和青岛海尔公司这三家大企业只要管理得当，完全具有继续发展的能力。

在家电行业内，除了上述几家公司外，还有一些规模和影响力较小的企业，同样有自己的特点。比如合肥三洋公司在中高端洗衣机市场上开辟出属于自己的一片天地，九阳股份公司的豆浆机利润率水平也很高，美菱电器公

司在国内电冰箱和冰柜市场上一直能够保持一定份额，他们都在成长过程中，也同样值得投资者去关注。

三、电子行业

如果投资者去查看一下电子行业内企业的业绩水平，就会发现这一行业内大部分企业的利润率都比较低，权益资本回报率也较低，很难挣到钱。生产电子芯片以及相配套产品的企业，大多数都举步维艰，比如生产手机的夏新电子公司已经退市了。

为什么会这样啊？先来听听彼得·林奇是怎么说的：“很多人喜欢投资高速增长的行业，这里总是人声鼎沸。但我喜欢投资低速增长的行业，例如生产塑料小刀和叉子的公司……这是因为对于一个热门行业中的每一件产品来说，都会有 1000 个 MIT（麻省理工学院）的研究生在琢磨怎样把它更便宜地在中国台湾造出来。一旦一家计算机公司设计出了世界上最好的文字处理系统，就会有 10 家竞争对手正在花费 1 亿美元的成本设计一个更好的系统，并且在 8 个月后会进入市场。而在瓶盖行业、回收油桶业，或者汽车旅馆行业就不会发生这种情况。”每一个高速增长的行业都有一个共同特点，就是会吸引大量的竞争对手参与竞争，结果造成表面上行业在高速增长，但竞争往往更加激烈，产品价格在不断下降，企业往往难以实现利润。而低速增长的行业最大好处就是不会吸引大量的竞争对手参与竞争，优秀企业反而可以实现内在价值的增长。

电子类行业中，电子芯片的更新换代是非常快的，手机更是如此，最开始只有国内外少数一些企业生产手机，比如诺基亚公司、索爱公司、三星公司、波导公司、夏新公司、TCL 公司等，而且在手机热潮开始阶段，利润水平还都非常不错。波导公司的时任董事长还曾经被 CCTV 评为当年的年度经



济风云人物，很风光（波导公司的失败并不仅仅是因为波导管理者的水平问题，更重要是因为手机行业的经济特性非常不利而造成的）。随后，有大量的竞争对手（肯定不只 10 家，还包括一些三教九流的企业）加入到手机行业中。当一家企业生产的一款手机上市后，就会有一大堆企业的研发人员（根本用不着 MIT 的研究生）在三个月之内甚至更短的时间（根本用不了 8 个月）以更低的成本（中国台湾的成本太高了，中国大陆企业的成本低是世界公认的），研发出更好的、更先进的手机。这还不算完，手机行业内所有企业不仅需要花费大量的研发费用，还需要花更加庞大的广告费用、销售费用等为自己的产品做广告和促销。在各种媒体上，手机的广告铺天盖地，销售费用惊人（这一点彼得·林奇没有提到，看来手机行业要比其他的电子类行业竞争更激烈，对投资者更为不利）。如果你的企业不做广告，必然会被无情的市场所冷落，无法同众多对手竞争，可是，由于大家都在做广告，做广告对于手机企业而言效果也就不明显。一些中小企业都已经达到了一种自我牺牲的地步，除了被动降价没有任何选择。

如果某家企业生产的手机能够在短期内销售出去，还算是比较成功的，如果销售不出去，那可就惨了。我们在分析企业存货时说过，手机行业的存货跌价是非常厉害的。全社会大多数商品和劳务费用都在上涨，房子在涨价，学生的学杂费在涨价，面包和香肠在涨价，卫生巾也在涨价……但是，手机绝对不会涨价，相对于手机而言，货币却在不断升值。在几个月之内，手机的价格先是不断地下降，随后就会被新型号的手机所代替，被市场所淘汰，存货几乎变成了垃圾。与此同时，当旧手机型号被淘汰，手机升级时，生产手机的一些机械设备也需要相应地升级，更新换代，这样才能保障生产出的产品跟上市场的竞争。有些设备甚至会被淘汰，而且这些固定资产都是在没有被完全报废之前被淘汰的，企业要维持生产就需要有新的资本投入，这对于生产手机的企业又是一大损失。手机越是升级，生产手机的设备和技

术水平要求也就越高，行业的门槛也就越高。生产手机企业还必须要做好售后服务，赢得客户的信任。生产手机已经赔钱了，企业却还要为售后服务花更多的钱。

说到手机，就不得不提到山寨版手机。山寨版手机的兴起对于正版手机，尤其是那些缺乏竞争力的手机生产企业具有致命的杀伤力。在市场竞争中，那些缺乏竞争力的手机生产企业逐渐失去了研发能力，也已经没钱再去做广告。而相比之下，山寨手机的制造商既不需要研发费用，也不需要做广告，在价格上要比正版手机便宜不少。手机行业如此残酷，就连“波导”这架手机中的“战斗机”，尽管它一直在战斗，最终还是在激烈的市场竞争中“坠毁”了。ST 波导公司的股票价格也从 2000 年的每股 39 元，一路下跌，到了 2010 年股价为每股 4 元左右，尽管在这期间每 1 股股票分拆成了 4 股，但 10 年的时间里，ST 波导公司的股价的跌幅近 60%。本来以 ST 波导公司的管理水平和“战斗力”，如果是在其他行业，也许还能凑活混口饭吃，但在手机行业，被淘汰则是必然。很多国内正版手机已经倒闭了，可是，山寨手机却拥有了自己一块市场，夏新电子公司、波导股份公司等手机企业的管理者应该最痛恨山寨手机的生产者。

我们再来看看 *ST 夏新公司在手机热潮中的表现：*ST 夏新公司在 2002 年、2003 年时，销售收入和利润如同井喷式增长。如表 2-2 所示，*ST 夏新公司的销售收入从 2001 年时的 9.88 亿元，仅用一年的时间就增长到 44.87 亿元，利润水平也从 2001 年时 0.78 亿元的亏损，到 2002 年实现 6.07 亿元

表 2-2 夏新电子公司的营业收入与净利润表

单位：万元

项 目	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
营业收入	480928	505454	681713	448669	98826
净利润	-65805	1585	61424	60693	-7824



盈利。*ST 夏新公司在 2004 年、2005 年的销售收入明显下降，利润水平在 2003 年时还能实现 6.14 亿元的净利润，到了 2004 年时只有 0.16 亿元的净利润，而 2005 年竟然严重亏损 6.58 亿元。*ST 夏新公司的业绩水平如此惨淡，其股票价格也从 2004 年 1 月的每股 17 元，一路下跌，就是到了 2006 年、2007 年大牛市时，*ST 夏新公司股价的上涨也明显落后于大盘（图 2-3）。这说明即使是市场在最疯狂的时候，对于无药可救的 *ST 夏新公司也能表现出理性的一面。2008 年 *ST 夏新公司的股价最低时只有每股 1 元多，经过一番挣扎后，*ST 夏新公司终于在 2009 年 4 月底“成功”退市了。



图 2-3 *ST 夏新 2003~2009 年股票价格走势图

手机行业在短短几年的时间里，从少数企业可以获取高额利润，发展到众多企业参与竞争，随后，大多数企业被市场淘汰。生存下来的企业，形成了由少数几家有雄厚实力、在技术上有核心竞争力的正版手机企业和一些生

产山寨版手机企业的格局，完成了一次手机行业的“洗牌”。

那么，到底谁在这场商业游戏中是最终的受益者呢？消费者是最大的受益者。手机的品种在不断增多，功能在创新和完善而价格却在不断下降。销售商也会受益，手机厂商在销售时会花大量销售费用，销售商如果经营得当，也会受益。比如苏宁电器公司，当 *ST 夏新公司、ST 波导公司的股票价格和手机价格一样，一路下跌，最后，都被市场所淘汰的时候，苏宁电器公司的利润和股票的价格却都在上升（至少苏宁电器公司不会因为卖手机而赔钱）。还有就是手机的运营商，比如中国移动公司（在香港上市），它的利润水平和经营活动产生的现金流量一直在稳步上升。

其实，早在手机热潮之前，有很多生产 VCD 的企业（也包括后来的 DVD），就都被市场所淘汰了，它们的经济特性和手机行业具有相似之处。

除了手机制造企业和生产 VCD 的企业外，生产彩电、显像管及相关元件（与电子产品相配套的产品）的企业也可以反映出电子元件制造行业的一些特点，当家用电视机的产业发生革命时，它们的命运同样悲惨。接下来，我们就看一看属于 CRT 玻壳制造行业的深赛格公司、ST 三星公司和 ST 安彩公司的这三只股票的情况。

深赛格公司在 2007 年以前的主营业务是生产 CRT 玻壳（CRT 就是使用阴极射线管的显示管，CRT 电视也就是最传统的电视，比较厚，比较笨重），深赛格公司引进的是玻壳三大巨头美国康宁公司、日本旭硝子公司和韩国三星康宁公司的生产技术和设备，听起来给人的感觉是公司的实力似乎很强大，很有发展前途。在 2004 年时，深赛格公司的主营业务收入达到 25.88 亿元，产生了 1.02 亿元的净利润。可是由于 CRT 电视正在被液晶（LCD）、等离子（PDP）等平板电视所代替（如果投资者去苏宁、国美等电器商场看一看，就会发现现在销售的家用电视机全部都是那种很薄的液晶、等离子等平板电视，电器商场已经不再销售传统的 CRT 电视了，CRT 电视已经彻底



被市场淘汰), 因此, 生产 CRT 电视的上游行业彩色显像管、显示管玻壳市场正处于严重衰退状态。随着市场的快速萎缩, 深赛格公司出现了严重亏损, 公司被证券交易所以退市风险警告进行处理, 深赛格公司也被更名为“*ST 赛格”。为了保壳, 公司的间接控股企业赛格日立于 2007 年 7 月 17 日全面停产, 停止生产 CRT 玻壳产品, 同时, 公司将赛格中电 73.24% 的股权以 3.84 亿元的价格转让给远致投资, 实现股权转让投资收益 6008 万元, 还间接转让了赛格公司日立公司的股权。甩掉了 CRT 业务这块烫手山芋后, 才使得公司在 2007 年扭亏为盈, 也摘掉了 *ST 的帽子, 深赛格公司的主营业务已经转变为经营赛格电子市场了。

深赛格公司的股票价格从 2000 年最高时的每股 36.5 元, 下跌到 2010 年 9 月每股 6 元附近, 如图 2-4 所示, 在这期间该股票每 1 股股票分拆成了 1.18 股, 下跌幅度达 80%。

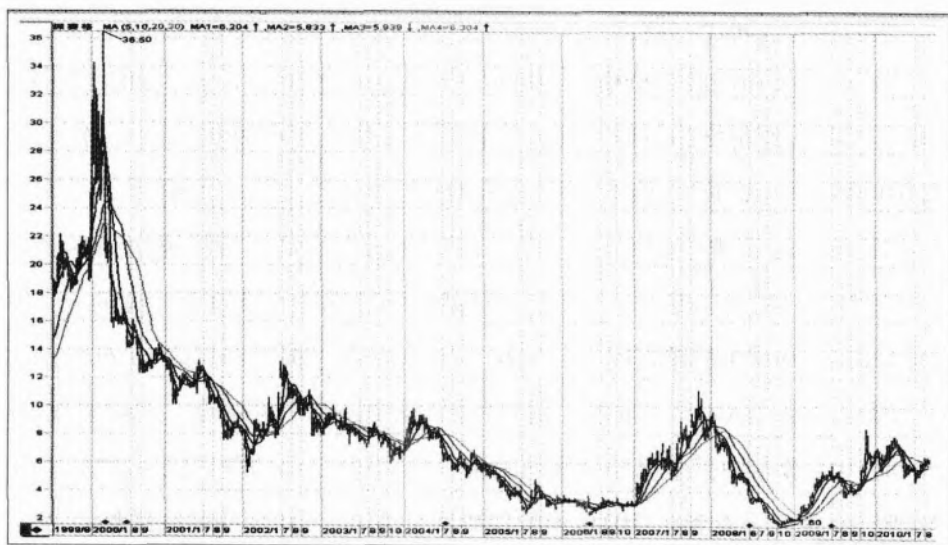


图 2-4 深赛格 1999~2010 年股票价格走势

如果您认为深赛格公司的失败只是一个意外的话，那您就错了，因为深赛格公司还有两位难兄难弟分别是ST三星公司（赛格三星公司）和ST安彩公司（安彩高科公司）。ST三星公司也是引进韩国三星公司的先进玻壳生产技术及经营管理经验，产品同样是生产CRT玻壳，而且产品质量还达到了国际同行业先进水平（真了不起）。前面所说的深赛格公司在2007年就已经全面停止生产彩色显像管、显示管玻壳产品了，而ST三星公司凭借其“先进”的产品质量，一直扛到了2009年，ST三星公司在2008年的销售收入还是22.95亿元，产生2009万元的净利润，可到了2009年，公司销售收入竟然下降到了5.35亿元，ST三星公司终于在2009年8月31日全面停止CRT业务。由于CRT的生产线与液晶、等离子体的生产线大不相同，企业用于生产的厂房设备没有任何利用价值，已经被彻底的淘汰。所以，在2009年，ST三星公司对相关设备及房屋建筑物计提的固定资产减值准备达到了14.98亿元，销售收入下降到5.35亿元的ST三星公司却产生了19.26亿元的巨额亏损，如何保壳还是个问题。

ST三星公司的股票价格在2000年年底为每股10元，到了2010年ST三星公司的股票价格为每股6元。尽管该公司的股票在2008年1月分拆过（每10股转增4.6股），但10年的时间股价还下跌了12%，如图2-5所示。

ST安彩公司曾经是国内最大的CRT玻壳制造商，规模要比深赛格公司、ST三星公司更加庞大，结果与上述两家CRT玻壳企业却是一样的，ST安彩公司在2009年的销售收入只有6.77亿元，而亏损额却高达10.66亿元。ST安彩公司在2004年年底时，前10大股东中还有7家基金，而到了2006年，前10大股东中基金已经全部消失了。ST安彩公司的股价也从2000年时的每股28元，下跌到了2010年的每股5元左右，10年的时间跌幅超过了80%，如图2-6所示。

在电子元件制造行业内还隐藏着一些企业，它们的主营业务含糊不清，

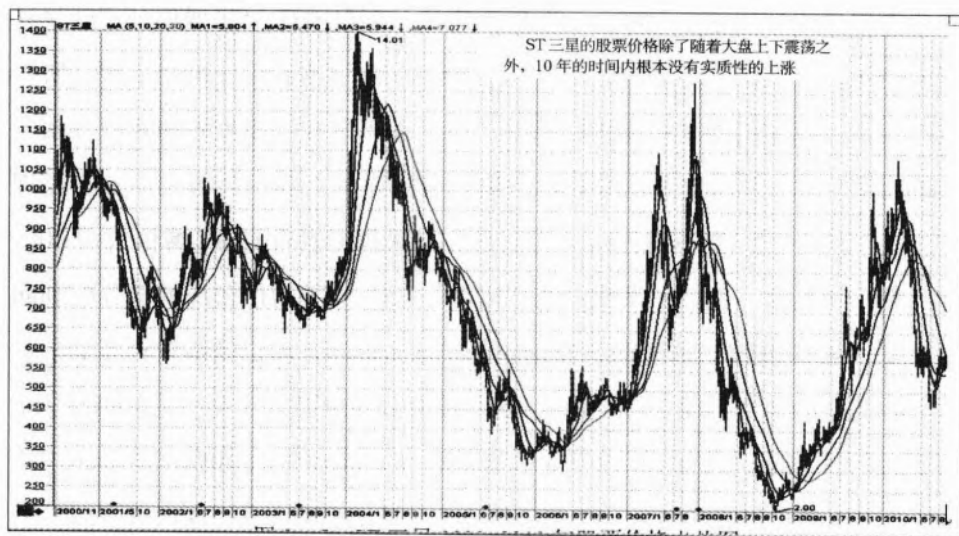


图 2-5 ST 三星 2000~2010 年股票价格走势图



图 2-6 ST 安彩 2000~2010 年股票价格走势图

投资者要是想知道这些上市企业在生产些什么都很困难，ST 博信公司就是这样的企业。如果登录 ST 博信公司的官方网站，除了能看见一群小白领儿所拍的广告片（感觉就像是在做护肤品的广告，而不是在向投资者和客户介绍公司的业务）和 ST 博信公司的股票价格走势图以外，就只能看到“资料整理中……”的字样，查不到什么有用信息。如果投资者查看 ST 博信公司 2009 年的资产负债表，就会发现一些“离奇”之处：ST 博信公司的未分配利润居然是 - 3.09 亿元，这说明该公司经营了这么多年，却已经给投资者赔了很多钱；公司的净资产是 1736 万元，这意味着公司股票的市净率会高得惊人；最可怜的是该公司只有 40.49 万元的货币资金。ST 博信公司的股票在 2010 年 4 月竟然达到了每股 9.5 元，按照公司 2.3 亿股的股本计算，总市值为 21.85 亿元。投资者好好想想，在北京、上海等大城市商品房的价格还都在每平方米 2 万元以上，40.49 万元的货币资金也就能买一间厨房加上一间厕所，能经营一家市值达 21.85 亿元的上市公司吗？不过，ST 博信公司有一点确实可以引以为豪，那就是它的市净率总能保持在 100 倍以上，购买这只股票的投资者真是“勇气可嘉”啊！

除了上述这几只股票外，还有铜峰电子公司、福日电子公司、*ST 偏转公司（咸阳偏转公司，如果它不能扭转乾坤的话，就快退市了）等电子行业的股票，这些股票除了随大盘的上下波动以外，根本就没有实质性上涨，而 ST 磁卡公司（天津磁卡公司）的股价从 2000 年到 2010 年已经下跌了 50%，TCL 集团的股价从 2004 年年初的每股 8 元，下跌到 2010 年的每股 4 元，也下跌了 50%。

由于电子企业的利润水平都非常不稳定，所以，它们当中的多数企业几乎没有分红派息的能力，按照企业会计准则的规定，企业在获得利润以后，先要在弥补以前的亏损，再提取法定盈余公积金之后，才可以分红派息。有些电子行业的企业（比如 ST 博信公司），多年亏损，实际上已经被剥夺了分



红派息的权力。相比之下，大多数高速公路运输行业的股票上涨得也很慢，但分红派息的能力却要比电子行业的股票强得多。

我们分析了手机制造企业和 CRT 玻壳制造企业股票的市场表现，投资者就应该意识到，电子芯片、电子元件行业的变化太快，这一点往往会不利于投资者。虽然并不是说所有电子行业内的股票就都不能去投资，但是，在对电子行业的股票投资时，确实应该小心一点。

四、机械和电气设备制造业

我们之所以把机械和电气设备制造业两个比较传统的制造业放在一起分析，是因为在这两个行业内，企业价值的形成很相似。

我国经济发展的最大动力之一就是城市化建设，无论从住房建设，还是公路、铁路、城市轨道交通以及其他基础设施建设的发展趋势来看，我国的建筑工程业仍将在未来一段时期内处于增长阶段，这既为我国的水泥制造业、建筑和工程行业提供了发展空间，也使得全社会对于工程机械的需求量能够保持稳定的增长。另外，工程机械企业也在不断开拓海外市场（尤其是对于发展中国家，这些国家对基础设施建设的需求与中国现在的情况非常相似），这也是政府所积极倡导和扶植的，中国优秀的工程机械企业在国际市场上也在提高竞争力，比如像中联重科公司、三一重工公司（三一重工公司的股价从 2004 年到 2010 年上涨了 20 倍，该公司的创始人梁稳根也以 370 亿元的身价，排在 2010 年福布斯中国富豪榜的第四位）等，它们过去的发展是受益于中国的基础设施建设，未来应该会在国际市场上占有一席之地。在第五章，我们将会重点介绍中联重科公司的发展过程，它应该算是优秀机械制造企业的一个典型代表。

中国的高速铁路现在成为人们的热门话题，我国的高铁技术已经处于世

界先进水平，这也成为国人的骄傲。我们总是可以在电视上听到，又要在哪两个重要城市之间建造高速铁路啦！这条高铁将把几个重要的城市贯通，大大促进周边地区经济的发展。显然，高速铁路的发展方向已经是不可逆转的。随着铁路网的升级，更先进的机车的数量也自然会增加。与此同时，在城市内部，城市地铁的建设也成为城市建设中一道靓丽的风景线。城市地铁原来只是大城市的专利，而未来在二三线城市发展城市地铁也必将成为发展趋势。高速铁路和城市地铁的发展都会直接或间接地为一些相关的工程机械类上市企业提供发展机遇。

我国政府千方百计地扶植汽车产业，就是因为汽车产业是一个综合性的产业，可以带动很多相关行业的发展，比如钢铁行业、轮胎制造业等，机床行业也是其中之一。

我们在电子行业中分析了，有些生产电子元件的企业，比如ST安彩公司、ST三星公司等会因为CRT电视产业的衰退而使企业发生“质”的变化，企业生产的产品CRT玻壳几乎可以说是成了废品，用来生产的各种设备也被彻底淘汰。而对于机械产品，比如说一台挖掘机或推土机，它不会因为产业的发展而变得一文不值。这就体现出机械制造行业的一个重要的经济特性，即资产和产品价值的稳定性很强，而且机械制造企业对于资本性支出的需求要明显低于钢铁行业，所以，这就大大增加投资回报的确定性和稳定性（至少是在一段时期之内）。尽管有些机械制造企业的业绩水平很一般，但其股票价格相对来说却是比较稳定的，而优秀的机械制造企业则可以实现稳定增长。

电气设备制造业则受益于电力工业的发展，归根结底都是为了满足经济增长对于电力需求的增长。中国的电力工业经过多年的持续发展，技术装备水平有了很大的提高，已经进入了以大机组、大电厂、大电网、超高压、自动化和智能化为主要特征的发展阶段，这必然会对电气设备产品的技术水平



要求也越来越高。同时，政府在提倡产品的国有化，这更为国内上市的电气设备制造业企业提供了发展空间。

未来的电气设备企业的发展会围绕着智能电网的建设展开。我国电网的智能化包含电力系统的发电、输电、变电、配电、用电和调度各个环节，覆盖所有电压等级，实现“电力流、信息流、业务流”的高度一体化融合。智能电网的建设从发电到用电环节都体现了节能降耗，这是未来的发展趋势，是保证降低碳排放目标实现的重要手段。但是，在各个环节上，相关上市公司的受益程度都将不同。

在这样的背景下，智能电网已经成为一个很时髦的行业，很多证券分析师也都喜欢为投资者推荐智能电网行业内的股票，为投资者编织着梦想。然而，行业有一定的发展前景，并不意味着该行业内的企业就一定会受益。电气设备制造业本身就是中小企业林立，大家为了分这块蛋糕，竞相逐鹿，很像家电行业曾经经历过的那样。另外，这些中小电气设备制造企业的股票市盈率都比较高，市盈率在40倍以上是很常见的。在这样热门的行业中，能够让投资者最后真正受益的企业往往只是其中的一少部分。

当投资者要投资电气设备制造业、船舶制造业、建筑工程等行业的股票时，一定先要查看公司新签的订单和合同数量以及所持有的订单总数。因为，对于这些行业的企业而言，订单和合同数量将直接决定企业未来一两年的销售收入和利润水平，也就决定了这只股票未来一段时期的内在价值。如果企业所持有的订单数量在不断上升，很自然，未来一两年的企业的销售收入和利润水平都应该上涨，股价也应该相应上涨，比如我们在第五章将要介绍的特变电工公司，它就是电气设备制造业内取得成功的代表性企业。在特变电工公司的年报中披露，自2005年起，公司大部分生产设备就处于满负荷运转状态，开工率较高，而且公司的产品采取以销定产的方式进行排产，不存在积压情况。

特变电工公司 2006 年末履约订单近 91.56 亿元，2007 年末履约订单超过 100 亿元，2008 年末履约订单近 170 亿元，2009 年末履约订单达到 173 亿元。我们通过查看特变电工公司未履约订单数量的增长，就可以知道该企业的业务在快速扩张，企业的生产能力甚至都满足不了市场的需求，这也就是在 2005 年至 2008 年间，特变电工公司的利润水平和股票价格大幅上涨。

相反，如果企业所持的订单数量不足，那么，未来一段时期内，该股票的股价也不会有多大起色。

五、酿酒行业

在酿酒行业中，主要有酿制白酒类、啤酒类和红酒类的企业。我们先来分析一下酿制白酒的企业，因为高档白酒有很多经济特性都应该被写入教科书，值得大书特书。

中国的酒文化是包含着很浓厚的中华文化传统在其中的，这就使得某些酒类的品牌形成了“特许经营权”（用沃伦·巴菲特的话说）。由于在文化上、勾兑技术上、工艺上、口感上的原因，白酒的品牌一旦形成，被市场所认可，酒的品牌将无法被复制，其他企业想要加入竞争，无论花费多少资金也无法与之竞争。在中国，最有名的白酒自然是贵州茅台和五粮液，这两种酒都荣获过巴拿马万国博览会金奖，享誉全球。

酿制白酒的原材料主要是粮食和水，通过发酵和勾兑制成白酒，对于所有酿制白酒的企业而言粮食和水的成本不会有太大的差异，差异在于酒的出厂价格。当以同样成本的粮食和水去酿制白酒时，白酒的档次越高，出厂价格越高，企业的销售收入越高，企业的毛利率也就越高，而相反，白酒的档次越低，价格越低，企业的销售收入越低，企业的毛利率也就越低。高档白酒的毛利率在 60% 以上是很正常的，贵州茅台的毛利率可以保持在 80% 以



上，有时甚至可以达到 90%！所以，高档白酒的盈利能力要普遍高于低档白酒的盈利能力也就不足为奇。生产白酒的企业不需要花大量的研发费用，酒类企业的现金产生能力也是很强的。

我们来分析一下买高档白酒都有哪些需求。高档白酒属于奢侈品，买酒的人一般有三种目的：一是为了送礼、招待客人、办事情，二是为了自己享受酒的独特口感和酒文化，三是收藏。不过，可以肯定一点，不管是哪种目的，买高档白酒的人都不会在价格上斤斤计较，相反，价格越高，酒的品牌越响，买酒的人面子也就越大，越愿意买，因为人们更喜欢追求极致。

由于高档白酒是奢侈品，不像那些关系到国计民生的产品，比如粮价、电价、水价等，受到政府的严格控制，高档白酒的价格完全由市场的供求关系决定。经济越发展，有钱人越多，对高档白酒的需求越多，高档白酒的价格上涨也就是很自然的事情了。尽管高档白酒的价格不断上调，销售数量并不会下降，而且政府根本没有必要在高档白酒的价格上进行控制，因为，消费的增加可以带动经济增长，增加税收。高档白酒这种可以轻松上调酒价（每瓶上调几十元是比较容易的事情）而又不影响销售数量的特点，是其他商品所不具备的。如果是其他的饮料上调价格，比如可口可乐的价格每瓶上涨 2 毛钱，那么就会有一部分消费者去购买百事可乐或是其他饮料，影响可口可乐的销售量。

存货也是白酒类企业经济特性中非常独特的地方。中国有句古话，“酒是陈的香”，白酒没有保质期，生产白酒的企业不需要去为白酒的存货问题过于担心。相反，越是陈年老酒，口感越好，价格也就越高，生产高档白酒的企业存货应该升值才对。如果企业想要去扩大生产，进行固定资产投资，优秀白酒企业的利润水平完全可以满足企业对资本性支出的需求。

各种酒类产品的竞争也在日益激烈，虽然白酒行业具有一些有利于投资者的特性，但是企业的管理水平同样很重要。白酒行业的毛利率都比较高，



如何控制各种费用，尽可能提高企业的净利率是管理者所面临的一大挑战。比如在本章第一节所提到的酒鬼酒，酒的品质很好，毛利率很高，但净利率却较低，企业的管理者确实应该提高管理水平。除此之外，防伪打假也是白酒的生产企业，尤其是生产高档白酒的企业要做的工作之一。

如果白酒企业管理者能够在保证盈利的同时，不乱花，不去投资那些与主营业务不相关的业务，生产高档白酒的企业对于股东的回报可以非常丰厚，那么，优秀的酿酒企业股价的上涨也就是很自然的事情了。酿酒企业股价的上涨都是在 2005 至 2008 年期间，到了 2009 年以后，优秀酿酒企业的股票的市值都已经比较庞大了，比如贵州茅台公司的市值在 2009 年年末已经达到了 1600 亿元左右，五粮液公司的市值也在 1300 亿元左右，而泸州老窖公司的市值也在 500 亿元以上。尽管它们的股价在过去几年上涨了十多倍，但投资者对这些高档白酒企业未来的期望值也应该适当降低一些才对。

可能是投资者已经认识到白酒企业的投资价值，所以，除了贵州茅台公司、五粮液公司等酿制高档白酒的企业外，股票市场对于像古井贡酒公司、老白干酒公司、山西汾酒公司等股票的追捧似乎已经到了忘我的地步（尽管这几家白酒企业并不拥有高档白酒企业那样的定价权）。比如老白干酒公司的股票价格在 2010 年已经达到了每股 30 元，然而，老白干酒公司在 2009 年的净利润只有 3572 万元，1.4 亿股的股本，总市值是 42 亿元，市盈率高达 117 倍，如此高的期望值真让人瞠目结舌。

酿制高档白酒企业的最大优势就是对产品的价格具有定价权，而生产啤酒的企业这一特性并不明显。一瓶燕京啤酒只能卖 2 元～3 元钱，这与贵州茅台的价格肯定不能相比，所以，生产啤酒企业的利润空间自然会比较有限。目前，优秀的啤酒制造企业，其毛利率能够达到 40%，这个水平相对于其他行业而言是比较高的，但是相对于酿制高档白酒企业的毛利率就要低很多，而生产啤酒企业的净利率能够达到 7% 左右就算是非常不错了，而这更是



无法和贵州茅台相比。

但是，青岛啤酒公司、燕京啤酒公司、重庆啤酒公司却都可以保持稳定增长，啤酒企业的股票价格要比啤酒的价格上涨得更快，尤其是青岛啤酒公司。从1999年到2009年，这10年间，青岛啤酒公司的销售收入从24.45亿元增长到180.26亿元，净利润从8947万元增长到12.53亿元，净利润增长了14倍，青岛啤酒公司的股票也从1996年年初的每股3.5元，上涨至2010年的每股35元，如图2-7所示，14年的时间，股价上涨了10倍。



图 2-7 青岛啤酒 1995~2010 年股票价格走势图

六、钢铁行业

我国的钢铁产量从1996年首次超过一亿吨大关，跃居世界第一位以后，产量连年增长，并一直保持钢产量世界排名第一名的位置。在产量提高的同

时，我国的钢铁企业也一直在大力发展世界最先进的钢铁联合生产线，提高钢铁冶炼的工艺技术。经过最近十几年的发展，国内钢铁企业的生产设备从整体上说已经位居世界前列，比如像管线钢、桥梁用钢、舰船用钢等钢材的生产，都是世界最先进的。

然而，我国的钢铁企业又都共同面对着一一些问题，比如钢铁产业集中度的问题，产业价值链的问题，钢铁企业对产品市场以及铁矿石资源的控制力和定价权的问题，现代企业制度的建立和发展方式的转变问题等，其中，铁矿石的定价权问题仍是最紧迫的问题。

铁矿石价格问题产生的根本原因还是由于我国铁矿石资源相对贫瘠所造成的。虽然我国的矿产分布广泛，但是富铁矿相对较少，铁矿石的含铁量不高，国产铁矿石的品位远低于国外铁矿石，因此，铁矿石长期依赖进口。在2009年，我国钢铁企业对铁矿石进口的依赖程度达到了62.3%，国际铁矿石价格的变化对于我国钢铁企业业绩水平的影响也就不言而喻了。

从2000年到2008年，世界铁矿石长期协议价格（FOB）增长了5倍。国际铁矿石价格的节节攀升主要是由于2008年国际金融危机之前，美国、欧洲、日本等国家和地区钢铁需求量大增，中国、印度等新兴市场国家的钢铁需求量也强劲增长，导致铁矿石供应相对比较紧张而造成的。反观同期的全球钢材价格指数，在2000年1月只有90点，到了2008年8月最高时也只有292点，到2009年年初时，钢材价格指数已经回落至150点。可见，铁矿石价格的上涨幅度明显超过了钢材价格的上涨幅度。

与此同时，铁矿石海运费的上涨又给国内钢铁企业的成本火上浇油。随着全球铁矿石需求量的增长，导致了铁矿石出口海运量的大幅增长，从而带动海运费持续攀升。比如从巴西图巴朗港到中国北仑的运输费在2000年至2002年间基本在5～15美元/吨，2003年开始缓慢上涨，2007年年初是在35美元/吨左右，2007年年底运输费已经上涨到了80美元/吨左右，2008



年5月更是创出了107美元/吨的历史高位。随着全球金融危机的爆发，海运费不断回落，到2009年年底维持在16美元/吨左右。

随着国际铁矿石价格和铁矿石海运费的上涨，我国进口铁矿石的均价也在不断上扬。2003年之前，我国进口铁矿石均价基本维持在30美元/吨左右。此后，随着需求的快速增长，价格也急速上升，2004年我国铁矿石进口均价基本达到了60美元/吨，同比翻了一倍。2007年我国进口铁矿石均价约为88美元/吨。在2008年铁矿石谈判价格大幅上涨了65%，当年我国进口铁矿石平均到岸价在8月份最高时曾达到154美元/吨，到2008年年底时，铁矿石的进口均价约为90美元/吨。

受以上因素的影响，我国的钢铁企业在2005年以前，利润水平总体来说还是不错的，但在此之后，钢铁企业对于企业的利润水平就失去了控制力，业绩的波动非常大。

既然铁矿石价格和铁矿石海运费对于中国钢铁企业的影响如此巨大，那么应该如何应对铁矿石价格和铁矿石海运费上涨的问题呢？在这一问题上，中国的钢铁企业还没有形成比较成熟的模式，相比之下，国际上一些钢铁企业就要成熟得多。比如作为日本最大的钢铁公司，新日铁（新日本制铁公司）通过三井商社在巴西和澳大利亚矿山不仅持有10%左右的股权，而且同矿商、海运产业链结成了利益共同体。铁矿石、海运费涨价对日本钢铁业几乎没有影响，这就大大提高了新日铁在钢铁成本上的竞争力。我国的钢铁企业在最近几年虽然加大了国际铁矿石市场的投资开发力度，但是国内的钢铁企业在国际铁矿中所占的权益还不到1%，这与国内钢铁企业对于铁矿石的需求量产生了严重不平衡。现在，三大矿商（澳大利亚的必和必拓、力拓以及巴西的淡水河谷）资本的积累早就不是起步阶段，它们已经垄断了接近80%的海运铁矿石贸易量。我国的钢铁企业想要在三大矿商中创造新日铁的股份合作模式会很困难，这就降低了我国钢铁企业的竞争力。

在未来,我国的钢铁企业在铁矿石价格方面将会面临更严峻的挑战。就在2010年5月,澳大利亚政府宣布,准备改革目前各州政府的“特许开采税”,推出税率高达40%的“资源租赁税”。根据澳大利亚政府的计划,将从2012年7月1日起,征收资源企业开采不可再生资源所获利润的40%作为“资源租赁税”,这其中就包括必和必拓、力拓这两家矿商。目前澳大利亚各州政府征收的特许开采税税率仅约为3.5%。显然此次改革将使必和必拓、力拓等大型矿业公司受到较大冲击。开征资源税所增加的成本肯定会被转嫁到钢铁产业链的下游,影响我国钢铁企业的生产成本。

除了铁矿石的定价权问题外,钢铁企业对于资本性支出的巨大需求也会影响到投资者的利益。钢铁企业是人所共知的资本性密集型企业,这意味着,在获得同样利润水平的情况下,钢铁企业所需要的固定资产要远远大于其他很多行业(比如建设一条100万吨冷轧机组,就需要投入20亿到50亿元的资金)。那么,钢铁企业发展时所面临的负担也就更重,很多钢铁企业即使是产生了不错的利润水平,也足够维持企业正常经营的,却难以满足企业大规模扩张时对资本性支出的需求,这就降低的钢铁企业股票的投资价值。

中国钢铁企业是在成长,它保障了全社会的钢铁供给,增加了固定资产投资,为经济增长做出了贡献,而钢铁企业的股票又能为投资者带来了什么样的回报呢?我们先来看一看宝钢股份公司上市以来的发展情况和股票价格的变化情况,大家就知道。

宝钢股份公司作为中国钢铁行业的龙头企业,无论是在铁矿石谈判中的话语权上,还是在技术水平上,以及地理位置上都有一定优势,应该算是很有竞争力的上市钢铁企业。宝钢股份公司于2000年12月12日上市,到2009年年底,企业财务数据的变化情况如下:

如表2-3所示,从2000年到2009年,宝钢股份的销售收入和固定资产都增加了4.8倍,总资产也增加了5倍以上,公司的股东权益是上市时的4



表 2-3 宝钢股份 2000 年、2009 年财务数据表

单位：亿元

项 目	2000 年	2009 年	增长率（倍）
销售收入	309	1485	4.80
固定资产	270	1299	4.80
总资产	390	2011	5.16
股本（亿股）	125	175	—
股东权益	253	1012	4.00

倍。宝钢股份公司在规模上的扩张并不仅仅是依靠其利润的增长而实现的，还包括增发股票来筹集资金。宝钢股份公司在 2005 年增发了 50 亿股的股票，公司的股本从 125 亿股增加到 175 亿股，股本的增加使得投资者的权益受到了稀释，这就会影响到宝钢股份公司股价的上涨。

宝钢股份公司的股票价格在 2000 年的发行价是每股 4.18 元，发行价的市盈率是 18.66 倍（按全面摊薄计算），到了 2009 年年底，当股市走出了一波牛市行情的时候，宝钢股份公司的股票价格也就是在每股 8.2 元左右，如图 2-8 所示，9 年的时间股价只上涨 96.2%，这个回报率确实比较低。这也告诉投资者，对于像宝钢股份公司规模如此庞大的钢铁企业，股票价格处于 18.66 倍的市盈率时，并不具有投资的吸引力。

除了宝钢股份公司外，抚顺特钢公司、杭钢股份公司、马钢股份公司、南钢股份公司……从 2004 年到 2010 年，在这 6 年的时间里股票价格都上涨得很少。还有一些钢铁企业的股票价格是在下跌的，比如首钢股份公司和韶钢松山公司。首钢股份公司的股价 2001 年年初时还在每股 11 元以上，到了 2010 年，首钢股份公司的股价已经下跌到每股 4 元左右，股价下跌了 65%。而像韶钢松山公司的股票价格在 2004 年年初时还是每股 12 元，到了 2010 年已经下跌到了每股 4.5 元。尽管韶钢松山公司曾在 2005 年 7 月分拆过（每

中国股市 价值投资指南

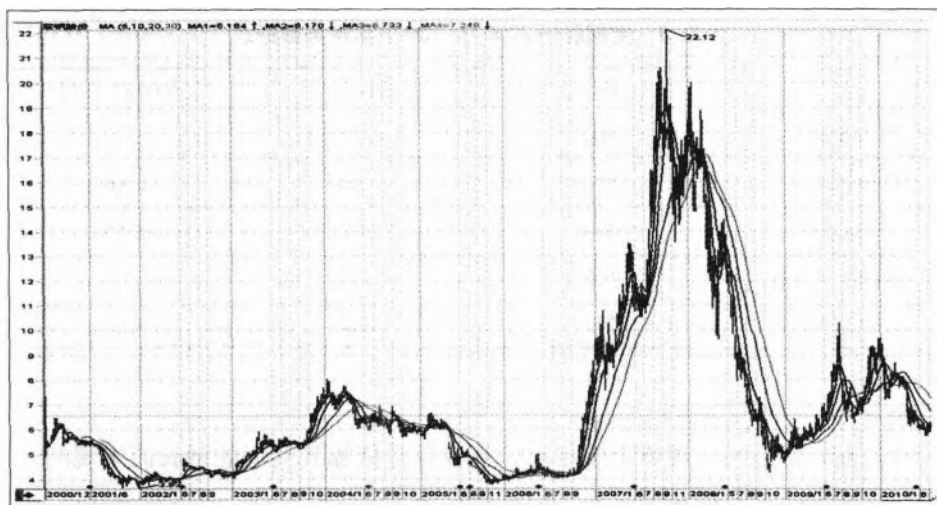


图 2-8 宝钢股份 2000~2010 年股票价格走势

10 股转增 6 股), 股价还是下跌了 40%, 如图 2-9 所示。

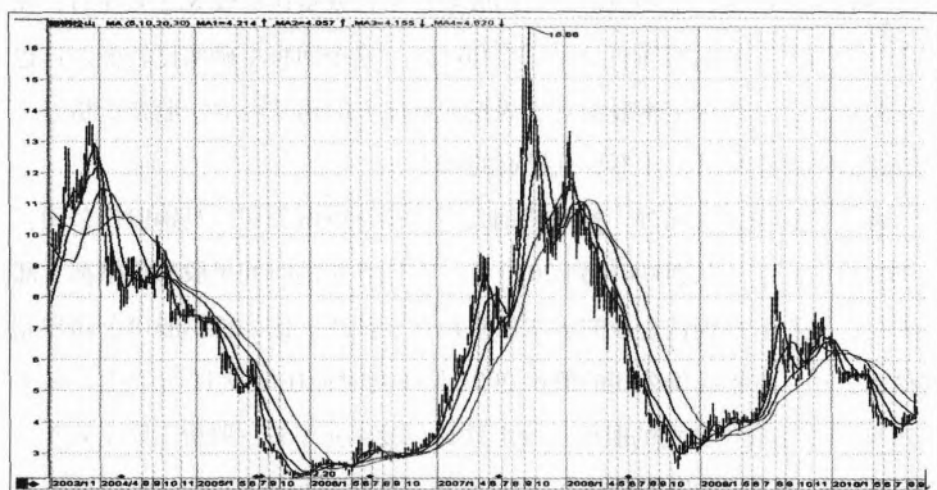


图 2-9 韶钢松山 2003~2010 年股票价格走势



在钢铁行业内也有像新兴铸管公司这样能够始终保持优秀业绩的企业，但即使是这样，新兴铸管公司的股票价格从1999年到2010年这11年的时间里，也只不过才上涨了150%，其上涨速度远不如酿酒行业、家电行业、机械制造业内优秀企业股票价格的上涨速度快。

我们介绍了钢铁行业有很多对投资者不利的因素，最终的目的就是要提醒读者，钢铁企业的股票从长期来说，很难成为投资者的理想选择。

七、水泥行业

中国是世界上水泥生产规模和消费总量最大的国家之一，这是由于中国经济的发展，全社会固定资产投资的增长，基础设施建设对于水泥需求量的不断增长而形成的。

水泥作为国民经济建设的重要基础原材料，目前国内外尚无一种材料可以替代它的地位，水泥行业具有以下特点：

(1) 水泥市场呈现出以本地销售为主的区域化特征。水泥行业受到运输半径、货运成本等因素的影响，一般公路运输半径约为200公里，铁路约为500公里，水路稍长一些可达1500公里以上，而且，仓储时间不宜过长。另外，国内大部分区域水泥市场具有一定的地方保护、地方割据的情况，所以，水泥企业往往只能在一定的区域内销售。目前，水泥行业地区布局的发展趋势是中西部地区水泥产量增速高于东部地区，从水泥行业固定资产的投资来看，增长较快的地区也主要是在中西部。

(2) 水泥生产企业只能在具有石灰石资源的地区建厂。水泥企业生产所需的主要原料是石灰石及黏土，其他原料包括石膏、矿渣、板岩、砂、铁粉及铜渣等，都应该分布在水泥企业的附近地区。企业生产基地中可供开采的矿石资源储量是否充足，能供上市公司开采多少年，矿石品位的高低情况

等，都值得投资者注意。

(3) 要有充足的能源保证。水泥企业生产过程中主要的能源消耗是煤和电力，这两项成本在水泥总生产成本中占较大的比重，所以，能源的保证很重要。

(4) 要有便捷价廉的运输通道。这能为水泥企业的生产和销售提供便利。

我国水泥生产工艺主要分为两大类：立窑和旋窑。立窑由于投资成本较低，设计、建造及操作简单，因此，立窑生产工艺以前一直在国内被广泛使用。立窑主要集中于小水泥厂，一般用于生产低标号水泥。立窑的生产效率低，难以生产高品质的熟料。相比之下，旋窑采用较为先进的技术，生产力较强，熟料的品质容易控制。旋窑可使用湿法、半干法或干法生产水泥。干法旋窑生产比湿法及半干法旋窑生产的技术含量高、节省能源，污染大大降低。在各种干法旋窑生产技术中，窑外分解新型干法生产工艺是最先进的技术。新型干法生产线具有单条生产线的规模大，非常适合大型企业的规模化生产。

投资者可能有疑问，上市的水泥企业是否能在技术上和规模上达到国家标准，不被市场所淘汰呢？不是随便一家水泥企业都可以上市的，水泥企业必须经过相关部门更严格的审核后才能上市，优秀的上市水泥企业在水泥生产的工艺技术上和规模上不仅不存在落后的问题，相反，它们都是水泥行业中的领先者。我国的水泥行业正在进行结构调整，其主要手段就是在行业内进行资源的优化重组，加快企业的兼并重组进程。在2007年1月，国家发改委、国土资源部、中国人民银行三大部委联合发布了《关于公布国家重点支持水泥工业结构调整大型企业（集团）名单的通知》，明确了水泥行业发展的企业名单，今后将大力支持海螺水泥公司、华新水泥公司等12家全国重点水泥企业以及48家区域性重点企业，在土地、信贷、项目核准方面给予优惠政



策。优秀的上市水泥企业从资本市场上筹集的资金会帮助它们扩大规模，确立企业在技术水平和生产规模上的优势。

政府一方面促使水泥行业加快兼并重组进程；另一方面，为了达到节能减排的目标，也在不断淘汰水泥落后的产能。为了解决水泥行业盲目扩张、产能过剩，以及优质水泥短缺和劣质水泥过剩等问题，2010年以来，国务院频频推出淘汰落后的立窑、中空窑和湿法窑的政策措施，力度明显加大，并且对于发展新型干法水泥的政策也已由鼓励转变为限制。不过，从长远角度来看，我国的水泥消费在今后较长一段时间内仍将继续保持在较高的水平。

目前，国内上市的优秀水泥企业的毛利率可以达到 35% ~ 45%，而销售净利率在 10% ~ 15% 之间，销售净利率能保持在 15% 就非常不错了，净利率要想再提高会很困难。对于水泥行业内的企业来说，每年的第一季度是淡季，一些水泥企业在这个季度内，业绩水平往往不是很理想。所以，当投资者看到某家水泥企业的业绩水平在第一季度表现不佳时，不要过于紧张，淡季过后，情况往往就会转好。

水泥企业对于固定资产的需求量很大，一般来说，水泥企业的年销售收入与它的固定资产净值很接近，如果水泥企业有20亿元的销售收入，就需要有近20亿元的固定资产去维持。所以，当水泥企业销售收入增加时，固定资产的支出也必然会增加，水泥企业投资活动产生的现金流出量都很大。优秀的水泥企业应该算是挣的多，投入的也多。

那么，水泥企业的股票价格是否会上涨呢？我们可以看一看海螺水泥公司的表现：

海螺水泥公司是中国水泥行业中的龙头企业，公司的产量和销量一直保持国内第一，其产品质量在同行业中处于领先地位。海螺水泥公司的销售市场主要集中于华东地区的上海、安徽、江苏、浙江、福建、江西等沿江沿海省市，在地理位置上具有极强的竞争优势，是上述省市的高标号水泥及商品

熟料的主要供应商，且市场占有率逐年上升。

海螺水泥公司于 2002 年 2 月上市。2002 年时海螺水泥公司的销售收入是 30 亿元，净利润为 2.64 亿元。公司的销售收入和净利润一直在增长，到了 2009 年，公司的销售收入已经达到 250 亿元，是上市时的 8.33 倍；净利润为 35.44 亿元，是上市时的 13.42 倍。

如图 2-10 所示，海螺水泥公司的股票价格在 2002 年年初在每股 6.5 元附近，到 2010 年年初达到了每股 45 元，8 年时间上涨了 592%，这样的投资回报率已经很不错了。

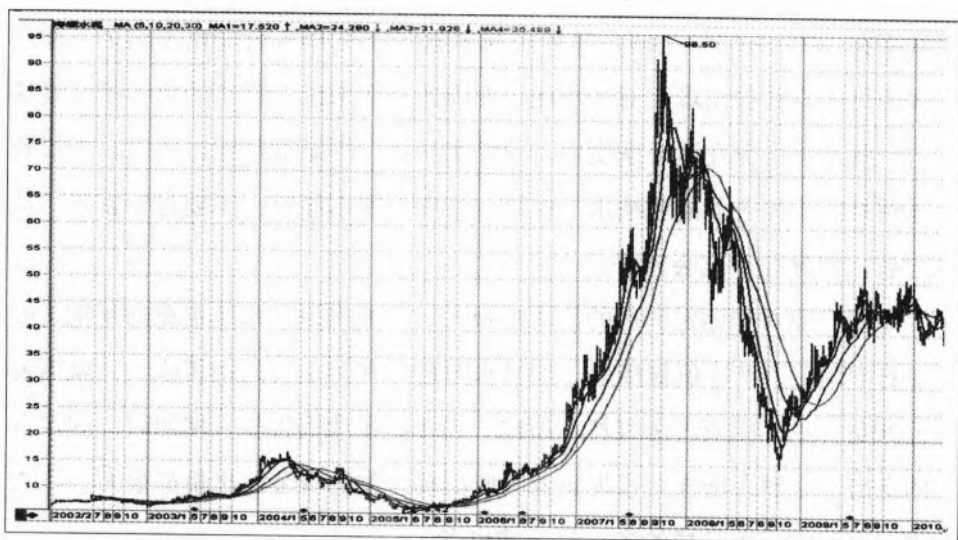


图 2-10 海螺水泥 2002~2010 年股票价格走势

同样是传统的制造业企业，同样是受益固定资产投资的增长，同样对资本性支出的需求很大，同样是各自行业内的龙头企业，宝钢股份公司和海螺水泥公司股价的表现截然不同。看来，投资水泥行业的股票要比投资钢铁行业的股票对投资者更有利。



除了海螺水泥公司以外，从 2005 年到 2010 年，冀东水泥公司、祁连山公司、赛马实业公司的股票的股价都上涨了 10 倍以上，华新水泥公司的股价也上涨了超过 5 倍。

以上介绍的几只股票都是管理水平比较优秀的水泥企业，而天山股份公司则是一只因为实现了扭亏为盈，才使股票价格大幅上涨的股票。天山股份公司在 2004 年时还是一家销售收入为 17.66 亿元，亏损 2.50 亿元的水泥企业。到了 2009 年该公司的销售收入已经上涨到了 41.15 亿元，实现了 4.37 亿元的净利润。天山股份公司的股价也从 2005 年时的每股不到 3 元（此时的天山股份公司的股票总市值只有不到 6 亿元，非常便宜），上涨到了 2010 年的 26 元以上，其股票还在 2008 年 5 月每 1 股分拆成了 1.5 股，股价相当于上涨了 13 倍。

当然，在水泥行业内也有因为企业的管理不当，而表现不尽如人意的股票，比如 ST 金顶公司（四川金顶公司）、*ST 秦岭公司（秦岭水泥公司）、江西水泥公司，这几家水泥企业的股票价格从长期来说上涨得都比较少，要远远落后于那些优秀水泥企业股价的上涨速度。拿江西水泥公司为例，该公司股票在 2001 年时股价达到了每股 13 元，按当时 3.405 亿股的股本计算，总市值为 44.27 亿元，可企业当年的净利润只有 3034 万元，市盈率达到 146 倍，如此不切实际的价格会有什么样的结果呢？在接下来的几年内江西水泥公司的泡沫终于破灭了，江西水泥公司的盈利能力在 2004 年和 2005 年时出现了严重的问题，连续两年亏损，导致了它的股价在 2005 年时已经下跌到了每股 2.07 元，如图 2-11 所示，4 年的时间股价下跌了 84%。尽管江西水泥公司从 2006 年以后连续几年业绩在稳步上升，到了 2009 年已经可以实现盈利 1.36 亿元，江西水泥公司的股价在 2010 年时也上涨到了每股 9 元左右，但依然低于 2001 年时的价格水平。

水泥行业内企业的两极分化比较明显，这是水泥行业的一个特点，投资

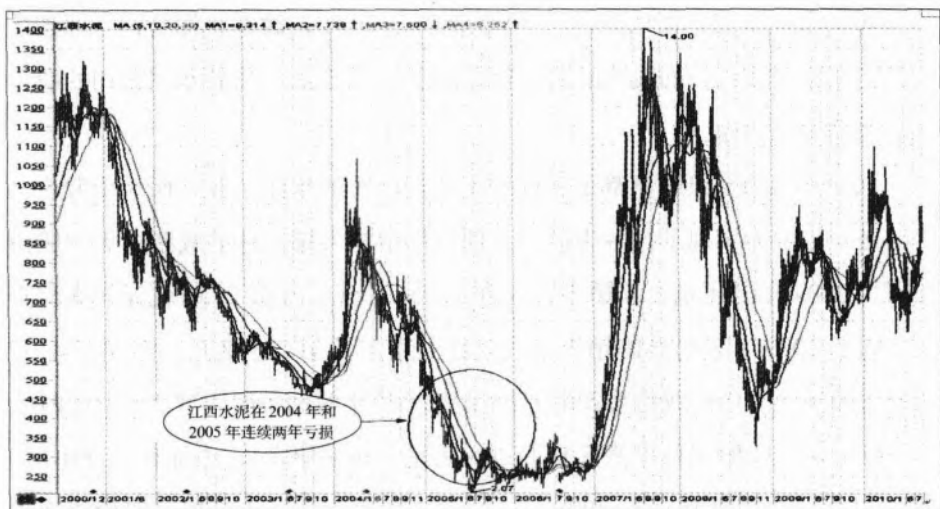


图 2-11 江西水泥 2000~2010 年股票价格走势

者要想对水泥行业进行投资，最好要找具有地域优势、资源优势且业绩优秀的水泥企业去投资。

这里补充说明水泥标号的概念。32.5 级水泥指 28 天抗压强度超过 32.5 兆帕 / 平方厘米的商品水泥（相当于原 425 号水泥）。

42.5 级水泥指 28 天抗压强度超过 42.5 兆帕 / 平方厘米的商品水泥（相当于原 525 号水泥）。

八、汽车制造业

汽车行业主要可以分为商用车和乘用车，进一步细分的话，商用车包括各种型号的货车和客车，乘用车包括基本型乘用车（轿车）、多功能车乘用车（MPV）、运动型多用途乘用车（SUV）、交叉型乘用车等。

对于普通老百姓而言，感受最深的还是家用轿车的变化。在 20 世纪 80



年代，轿车只有领导干部才能坐，普通老百姓家里根本就没有家用轿车。到了 20 世纪 90 年代初，如果谁家能够有一辆自己的桑塔纳牌汽车，那就可以被看成是“大款”了，而且那个时候的车型还很少。可随着时代的发展，家用轿车的性能在不断提高，车型也越来越时尚，从捷达、富康到帕萨特、奥迪 A6，再到马自达 6、奔腾、荣威、斯柯达等，就连宝马、凯迪拉克这种普通老百姓以前想都不敢想的高档轿车都有了国产货。

我们还可以发现，以前的大货车主要是黄河牌、解放牌，载重量较少，生产的厂家也不多。可现在，陕汽重卡公司、中国重汽公司、东风汽车公司、江淮汽车公司、福田汽车公司、华菱汽车公司等企业都可以生产出载重量大、性能好的大货车。

以前出去旅游所乘坐的大客车最有名的就是黄海牌客车，而现在人们更常见的是金龙客车、宇通客车。

当汽车的产品和销售量在发生变化时，上市汽车企业股票的内在价值也会发生变化，但是，货车、客车以及轿车行业的扩张期却并不相同。接下来，我们就来看看汽车行业在 2008 年和 2009 年的销售量和增长率的情况。

如表 2-4 所示，在 2008 年、2009 年，我国的货车销售量分别为 228.43 万辆和 295.94 万车辆，增长率为 6.27% 和 29.55%。

2008 年和 2009 年我国的客车销售量分别是 34.06 万辆和 35.41 万车辆，客车的销售量在 2008 年下降了 2.54%，在 2009 年的增长率也只有 3.95%。

2008 年和 2009 年我国的轿车销售量分别是 504.69 万辆和 747.31 万车辆，增长率为 6.78% 和 48.07%。

很明显，在 2008 年、2009 年，客车行业的增长率是最低的，在这两年内，几乎都不怎么增长，货车行业可以实现较快的增长，而轿车行业的增长率是最快的。客车行业增长率低与金融危机影响下的出口的下降有关，货车行业的增长是受益于政府出台的刺激经济增长、扩大基础设施投资的政策，

表 2-4 汽车行业 2008 年、2009 年销售量及增长率表

产品类别名称	2009 年销量 (万辆)	增长率 (%)	2008 年销量 (万辆)	增长率 (%)
汽车总计	1364.48	48.30	938.05	6.70
一、商用车总计	331.35	28.39	262.49	5.25
(1) 货车 (含非完整车辆) 总计	295.94	29.55	228.43	6.27
(2) 客车 (含非完整车辆) 总计	35.41	3.95	34.06	-2.54
二、乘用车总计	1033.13	54.11	675.56	7.27
其中: 基本型乘用车 (轿车)	747.31	48.07	504.69	6.78

资料来源: 中国汽车工业协会 2009 年、2010 年《中国汽车产销快讯》。

而轿车的增长则与政府鼓励汽车消费的汽车产业政策有关。

国内轿车制造企业的销售收入和利润水平的大幅增长主要是在 2006 年以后, 在此之前, 国内轿车制造企业的利润水平变化并不大。而客车行业在 2007 年以前一直在快速扩张, 一些比较有代表性的客车制造企业, 比如金龙汽车公司、宇通客车公司在 1999 ~ 2007 年销售收入都实现了快速增长, 2008 年和 2009 年正好是客车行业处在停滞阶段, 不过, 这并不意味着以后客车行业也会增长得很慢。根据发达国家的经验, 当一个国家的汽车 R 值 (车价 / 人均 GDP) 趋近 3 时, 将步入汽车大规模普及的发展阶段; 对于乘用车的市场而言, 当乘用车的千人保有量超过 20 辆以后, 需求仍将保持较长时期的增长。在 2009 年, 我国汽车 R 值已趋近 3, 乘用车千人保有量为 23 辆, 由此可见, 我国正步入汽车普及期。未来几年内, 货车、客车以及轿车的市场需求仍有望保持增长, 只是各自的增长速度并不相同。

在简单的了解了汽车行业的发展情况之后, 接下来, 就要看看汽车行业内某些股票的市场表现情况。

金龙汽车公司是目前销售额最大的上市客车制造企业, 它的销售收入从



2000年时的8.63亿元，增长到2009年的117.71亿元，增长了13.64倍，这个增长速度是很快的，可是公司的净利润从2000年时的3674万元，增长到2009年时的1.51亿元，只增长了4.11倍。金龙汽车公司净利润增长较慢的原因在于公司利润率的下降，如何提高利润率水平是所有客车企业所面临的一大问题。金龙汽车公司的股票价格在2000年是每股8元附近，此时的市盈率是37倍左右，对于客车制造企业来说，合理的股价应该是在15~20倍的市盈率，所以，这个价格明显过高了。到了2010年中期，金龙汽车公司的股价在每股7元左右，如图2-12所示，尽管经过了2007年、2008年、2009年的三次分拆，2000年时的每1股已经分拆成2.535股，金龙汽车的股价在10年的时间里只是上涨了120%，比宝钢股份公司稍好一些。



图 2-12 金龙汽车 1999~2010 年股票价格走势

要说客车制造行业内表现最好的股票就是宇通客车公司的股票了，宇通客车公司从1997年5月上市以后，到2009年，实现了销售收入和净利润连

续 13 年的稳定增长，同时还能保持财务状况稳健。在 1997 年公司的销售收入只有 4.37 亿元，实现净利润 4263 万元，到了 2009 年销售收入已经达到 87.82 亿元，增长了 20.10 倍，实现净利润 5.63 亿元，增长了 13.22 倍。客车制造行业的利润率普遍比较低，宇通客车公司的利润率是客车制造行业内最高的，而且宇通客车公司的分红派息的能力非常强。宇通客车公司的股票价格在 2000 年时是在每股 16 元左右，此时的市盈率是 25 倍，到了 2010 年每股价格还是在 16 元附近，如图 2-13 所示，在这期间，宇通客车公司的股票经过了四次分拆，每 1 股票已经变成了 3.8 股，股价相当于上涨了 280%。



图 2-13 宇通客车 2000~2010 年股票价格走势

像金龙汽车公司和宇通客车公司这样有竞争力的客车制造企业，它们都能实现销售收入的快速增长，本来应该是很具有投资吸引力的，但是，它们的股票价格却上涨得并不快，一个原因是公司的股票价格在 2004 年以前明显偏高。对于金龙汽车公司而言，还有一个原因是由于企业利润率的下降所造



成的。

对于轿车制造企业来说，企业的产销量在不断增长，而轿车的价格却是呈下降趋势，这是由于轿车制造企业生产率水平的不断提高所造成的。在对轿车制造企业进行投资时，投资者需要注意另外两点：

(1) 最好去买制造中高档轿车的股票。我们可以想一想，一辆“马自达6”能卖17万元左右（按平均价格），而一辆夏利只能卖3万多元，那么，生产“马自达6”的一汽轿车公司的利润空间就会更大，而生产夏利的一汽夏利公司的利润空间则非常有限。一汽夏利公司在2009年的净利润是1.76亿元，其中对联营和合营企业所产生的投资收益就达到了9.49亿元，这主要受益于其持有的天津一汽丰田汽车有限公司30%的股权所产生的收益，而一汽夏利公司仅依靠自身生产的夏利、威志、威姿等低档轿车，是连年亏损，根本就无法产生利润。天津一汽丰田汽车有限公司在2009年销售汽车38.19万辆，销售收入为532.61亿元，平均每辆汽车的售价是13.69万元，实现净利润33.49亿元。天津一汽丰田汽车有限公司之所以能够产生利润，也是因为该公司所生产的威驰、花冠、锐志、卡罗拉等系列的轿车，也都是附加值较高的中高档轿车。

(2) 要找产品创新能力强的企业去投。因为一款好的车型会非常有利于轿车制造企业抢占市场，比如一汽轿车公司所生产的“马自达6”系列和奔腾系列很受消费者欢迎，还有上海汽车公司新推出的荣威、明锐等轿车市场销售也很火爆。包括一汽轿车公司、上海汽车公司在内的一些轿车制造企业，其利润水平能够在2006年以后实现大幅上升，新车型的推出起了决定性的作用。

我们可以把车型的创新和产品的价格都存在差异的一汽轿车公司与一汽夏利公司比较一下，看看它们的股价变化会有什么样的差异。在2002年时这两只股票的价格都是在每股6元附近，而到了2009年年底，一汽夏利公司的

中国股市 价值投资指南

股价最高时也就在每股 12 元左右，如图 2-14 所示，上涨 100%；一汽轿车公司的股价则上涨到了每股 27 元以上，如图 2-15 所示，上涨了 350%，两只股票都没有分拆过。很显然，一汽轿车公司的创新优势和产品的价格优势使其股价上涨得更快些。

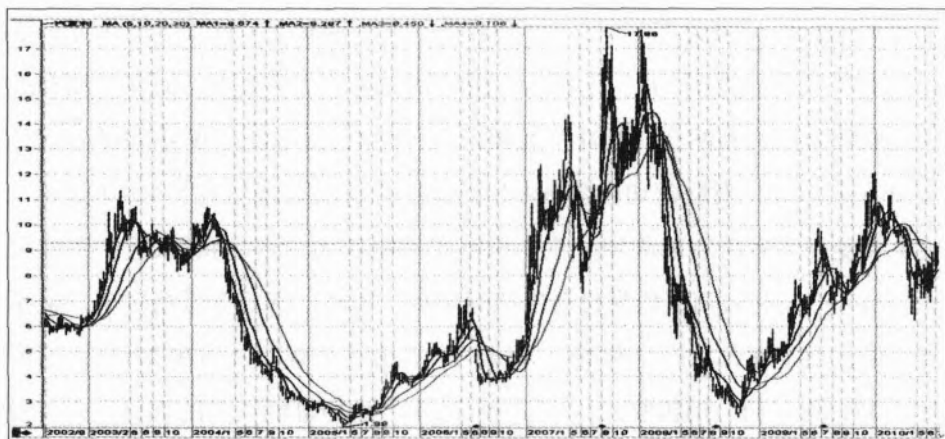


图 2-14 一汽夏利 2002~2010 年股票价格走势

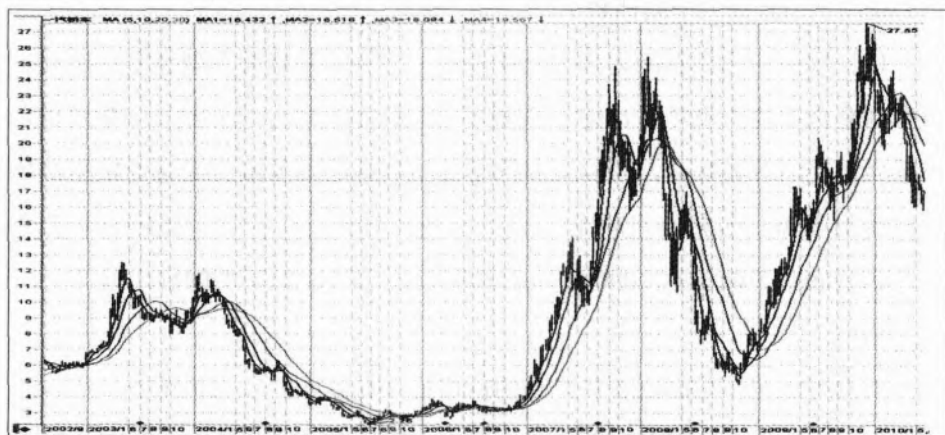


图 2-15 一汽轿车 2002~2010 年股票价格走势



九、医药行业

医药行业是投资的热门行业，某些医药股也是投资者追捧的对象。无论购买医药股票的投资者是出于投机的动机，还是出于投资的动机，在这种现象的背后，都是和医药企业所具有的发展潜力是分不开的，这种现象本身就说明，企业的价值对于投资的方向有着决定性的影响。

投资者对于医药股抱有一定期望并没有错，随着政府增加医疗投入、社会医疗保险覆盖范围的扩大、人们生活水平的提高、健康意识的提升等因素将会导致医药服务的增加，从而为医药产业的发展提供空间。而且优秀的医药企业又具有一些对投资者比较有利的经济特性，比如新药的推出可以使医药企业保持长时间的统治力和较高的利润率，医药企业只需要利用较少的资金投入就可以获得长期的利润回报，当然，前提必须是优秀的医药企业。

然而，个人投资者要对医药股进行投资却有一些难度，因为，绝大多数的个人投资者并不具有医药方面的专业知识，对很多医药企业所生产的各种医药产品和市场状况并不了解，相比之下，一些投资咨询机构在医药行业的研究员都是医药领域的专业人士。即便是这样，人的天性总是会使投资者对于自己不了解的事物产生更加浓厚兴趣。

投资者肯定很想知道购买什么样的医药股者能快速致富，很遗憾，我们先要给那些急于投资医药股的投资者泼一盆冷水，告诫投资者不要被过高的期望值冲昏了头脑，不要认为医药行业的股票就都是投资者的“天上人间”，随便一只股票就都能快速上涨。事实上，在医药行业中有许多企业在经营上是很失败的，这些股票已经成为投资者的梦魇，了解它们的失败要比了解那些成功的企业也许更有意义。要知道，干什么事情都要先知道它的危害，然后才能尝到它的好处。在这里，我们并不是向投资者介绍医药行业内那些复杂的医药产品和用途，而是要告诉投资者可以使用排除法，

看看哪些医药股是不能买的，再看看那些取得成功的医药股是否真的像很多投资者想象的那样“神秘莫测”，这就会为您挑选医药股提供一些参考。先看一看以下几只医药生物股票的表现，您就会知道这个行业远不像投资者想象的那样简单。

在医药生物行业内，有些企业以前从事的并不是医药生物方面的业务，由于听说医药生物行业很有发展前景，于是就希望通过转行，来改变自己企业的命运，ST 四环公司就是这样一家“很具挑战精神”的上市公司。ST 四环公司原来的主营业务是起重机械制造，公司在 2001 年实施了资产重组后，引入了优质的、具有高科技含量的生物医药资产和其他先进的医药技术，公司的主营业务也就转变为生物医药的制造及销售，其主打产品是促肝细胞生长素和胸腺肽，之后又以赛孚、盐酸芦氟沙星胶囊为主要产品。可是，ST 四环公司的发展却一直是“是非不断”，在 2005 年 8 月 1 日至 2006 年 6 月 19 日间，ST 四环公司因对外担保和借款纠纷等共存有七起诉讼事项，涉诉金额合计 19982.91 万元。不知道该公司的高管们是怎么想的，竟然对于这些诉讼事项均未进行信息披露（难道隐瞒企业的真相就是 ST 四环公司管理者的行为方式？），为此深圳交易所在 2007 年 6 月决定给予该公司及高管公开谴责处罚。

到了 2009 年 7 月，北京证监局对 ST 四环公司进行了现场检查，并在同年 8 月向 ST 四环公司下发了行政监管措施决定书，指出该公司在公司治理、财务处理、资产安全性等方面存在的问题。ST 四环公司在 2009 年的年报中也披露，公司存在着生产设备老化，锅炉陈旧，水电管道年头过长，生产工艺落后，长时间超负荷运转等问题，对公司的生产安全和产品质量构成了巨大的安全隐患，同时，公司又缺乏资金进行生产和研发的再投入。

果不其然，ST 四环公司的产品质量终于出现了问题。2010 年 6 月 ST 四环公司发布公告，因公司的产品胸腺肽 $\alpha 1$ （注射用胸腺肽）在质量上存在隐患，主动召回市场上销售的价值约为 50 万元左右的胸腺肽产品，并对冻干粉



针剂生产线进行大约一个月的停产检查，整改合格后，才会恢复生产。

我们可以想一想，像 ST 四环公司如此去经营生产，它的业绩能好吗？ST 四环公司的销售收入在 2003 年还能达到 9973 万元，到了 2009 年公司的销售收入已经下降到 3549 万元。ST 四环公司的股票价格从 2000 年时的每股 18 元，下跌到 2006 年最低时每股 3 元，到了 2010 年也只不过上涨到每股 10 元，如图 2-16 所示。



图 2-16 ST 四环 2000~2010 年股票价格走势

您也许会问 ST 四环公司不是在 2007 年大牛市时上涨得很“猛”吗？投资者应该清楚像 2007 年那种情况，猴年马月才有可能碰上一次，我们不应该以那样的方式去看待投资和挑选股票。股票市场可以犯错误，但投资者却不能犯错误，所以，还是应该从长计议。

交大昂立公司作为一家人们熟悉的保健品上市企业可是大有来头，它的发起人上海交通大学是教育部和上海市共建的全国重点大学，上海交通大

学也是交大昂立最大的股东上海交大南洋股份有限公司的控股股东。由于有重点大学的支持，交大昂立拥有很浓重的学术氛围，在产品研发方面有自己的博士后科研工作站，核心技术人员都拥有让投资者眼花缭乱的研究成果和奖项。

交大昂立公司的主要产品就是著名的昂立一号口服液、昂立多邦胶囊、昂立西洋参胶囊等保健品。昂立一号口服液曾被列为国家级新产品、上海市火炬项目、亚特兰大奥运会唯一特许生物活菌制剂产品；昂立多邦胶囊也曾被列为国家重点新产品、中国体育代表团首选专用营养品。昂立一号的毛利率可以达到 75% 以上，昂立多邦的毛利率可以达到 80% 以上。

可让投资者失望的是，交大昂立公司的保健品销售额并没有像投资者所期望的那样疯狂增长，相反，交大昂立公司的销售收入在 2000 年时还有 5.17 亿元，产生净利润 5972 万元，到了 2009 年销售收入已经下降到 3.15 亿元，净利润下降到 2651 万元。还要强调一点的是，不知道是由于什么原因，交大昂立公司所销售的产品主要集中在上海本地，上海本地的销售收入要占销售收入总额的 80% 以上，全国其他地方的消费者对于交大昂立公司的产品一点都不“感冒”。

更让投资者大跌眼界是，交大昂立公司的业绩没有“出彩”，可公司的总裁却出事了。交大昂立公司的原总裁兰先德因涉嫌受贿罪、挪用公款，于 2008 年 1 月被刑事拘留。检方指控兰先德在 2003 年到 2007 年，利用其担任交大昂立公司副董事长、总裁及上海诺德生物公司董事长等职务便利，与公司的另外两名高管范小兵、叶文良贪污 4750 万余元、受贿 1570 万余元、挪用公款 9000 万余元。

交大昂立公司的股票价格在 2001 年最高时达到了每股 35 元，此时的市盈率已经超过 125 倍，公司的业绩水平显然无法支撑如此高的市场价格。此后交大昂立公司的股价一路下跌，被打回了原形，如图 2-17 所示。就是在



2007 年大牛市时，它的股价也上涨得很少，远远落后于大盘。到了 2010 年，它的股价是在每股 9 元左右，9 年的时间，股价下跌了近 60%（交大昂立公司的股票曾在 2004 年 5 月和 2008 年 7 月分拆过，每 1 股分拆成 1.56 股）。

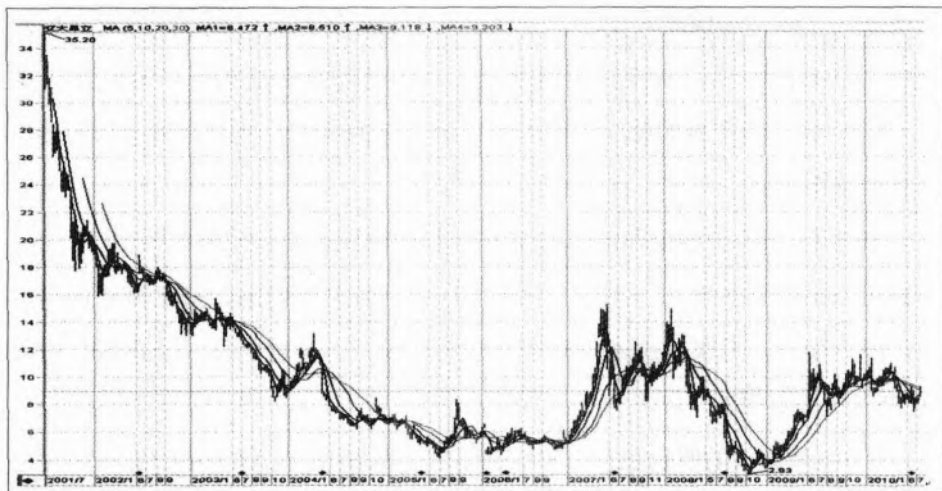


图 2-17 交大昂立 2001~2010 年股票价格走势

在医药生物行业内，有很多企业都被投资者视为拥有着广阔的发展前景，比如 ST 中源公司就是其中一家，它的主营业务包括干细胞基因工程产业化、生物医药和基因制药等。在我国，与干细胞工程相关的上市公司只有两家，一家是 ST 中源公司，另一家则是金卫医疗公司。后者是在香港上市的，所以，在 A 股市场上与干细胞工程相关的上市企业就只有 ST 中源公司一家，这确实有一种“独领风骚”“鹤立鸡群”的感觉。不过，如果投资者要了解公司在业务方面的具体情况时，就必须先要把干细胞移植、造血干细胞、脐带血、基因药物、基因诊断试剂、干细胞产品以及干细胞移植等专用名词弄懂，您行吗？估计只有医学专家才能做到这一点。

正当投资者努力地学习医学方面的专业知识，被那些复杂的专用名词弄得焦头烂额的时候，不幸的事情却发生了。2010年1月19日，ST中源公司下属的协和干细胞基因工程有限公司接到了天津市公安局经济犯罪侦查总队的发函，称ST中源公司前任董事长何平在担任协和公司董事长兼总裁期间，利用职务之便，涉嫌职务侵占。天津市公安局经济犯罪侦查总队已对其依法批捕，并要求协和公司及其下属两家公司依法配合司法审计。真是让人费解，ST中源公司有着如此广阔的发展前景，它的董事长兼总裁何平为何要干出这种蠢事呢？

事实上，ST中源公司的前身是ST望春花公司，早在2008年10月，ST望春花公司就因在投资、决策、分配上存在一系列的问题，被上海证监局责令其进行整改。看来，这家公司早就已经形成了不良的风气，怪不得会被冠以“ST”头衔呢？

ST中源公司的股价也从2002年时的每股16元（2003年股价最高时超过了每股20元），下跌到2005年的最低点每股2元出头，下跌了近90%（按最高价与最低价计算），就是到了2010年，股价也就只回升到每股8.5元，如图2-18所示。

除了ST四环公司、交大昂立公司、ST中源公司以外，还有像*ST金花公司、ST金泰公司、ST东盛公司、天药股份公司等不少企业，虽然也都举着医药生物的大旗，但却难以实现业绩的稳定增长和股价的实质性上涨。当然，这种医药股只是占整个医药股的一少部分，是投资者不应该去买的股票。大多数医药股的表现其实是很一般的，它们的股价也上涨得并不快，并没有什么特殊之处，只有极少数医药股是“传说”中的大牛股，是投资者梦寐以求的股票。下面我们要为您介绍的这只医药股，从1994年至2010年，17年的时间，股价上涨了180倍。

天啊！180倍，如果有哪位投资者能够长期持有这只股票，对于他而言

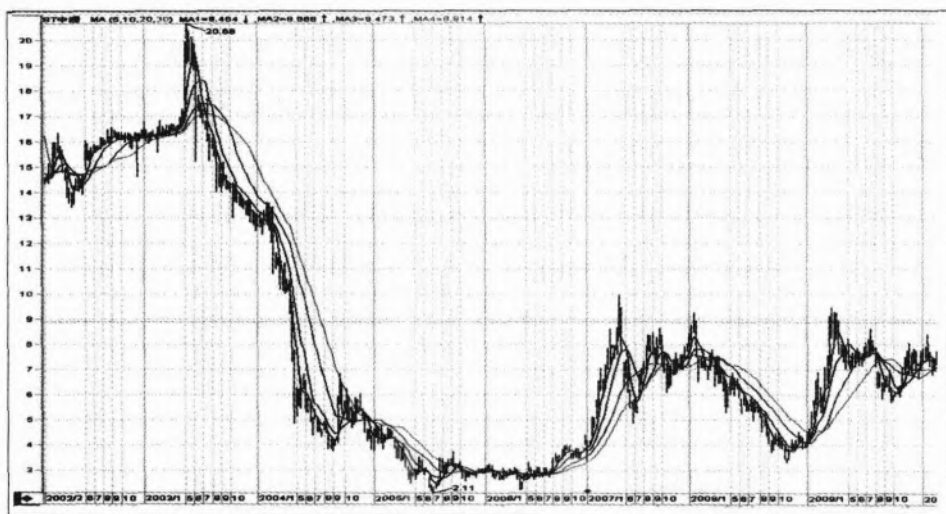


图 2-18 ST 中源 2002~2010 年股票价格走势

绝对是一生的荣耀。投资者肯定会猜想，这只股票上涨了这么多倍，它生产的药物一定非常奇特，有着高不可攀的科技成果，肯定又与什么基因工程有关。其实，这只大牛股就是人们再熟悉不过的云南白药公司的股票。这就像是在古代武侠小说中，武林的绝世高手往往会被人们猜想成是三头六臂，身高要比一般人高出几头，拳头比碗口还大，大腿比象腿还粗。可恰恰相反，当人们见到这位绝世高手时，才发现他只不过是一个普通得不能再普通的人。当您在电视上看到云南白药公司的广告时，从表面上看不出有什么特别之处，但它的股价却在书写一个传奇。云南白药公司生产的都是一些非常非常“幼稚”、极易被投资者理解的药物，比如用于治疗跌打损伤的云南白药酊、云南白药气雾剂，用于治疗痔疮的云南白药痔疮膏，用于治疗小儿感冒的小儿感冒颗粒，还有云南白药急救包。该公司就连用于口腔护理的牙膏也生产，一盒云南白药牙膏能卖到30元左右，而普通牙膏只能卖三四块钱，其

中的利润可想而知。如果说云南白药公司有什么特殊之处的话，就是企业的管理者能够把最基本、最简单的事情做好，而不是像交大昂立公司、ST中源公司的高管那样总是想着如何做出一些“异乎寻常”的事情来，把上市企业和高管自己也搞得“异乎寻常”。

云南白药公司就依靠生产和销售这些简单而“幼稚”的产品，从1993年上市，到2009年连续17年保持营业收入和净利润的稳定增长，营业收入从5836万元，增长到71.72亿元，增长了122.89倍，净利润从1324万元，增长到6.04亿元，增长了45.62倍。

云南白药公司的股票价格也从1994年时的每股2.4元，上涨到2010年的每股60元以上，如图2-19所示。该公司股票已经多次分拆，每1股分拆成了7.436股，股价上涨了超过180倍。云南白药公司的股价上涨并不是在一两年的时间内完成的，而是用了17年。肯定有很多投资者曾经购买过这只

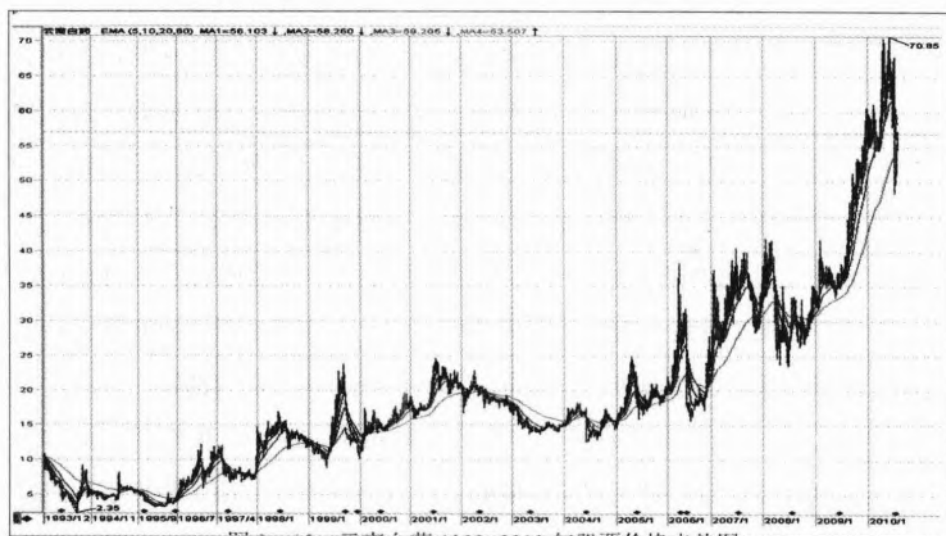


图2-19 云南白药1993~2010年股票价格走势



股票，问题的关键在于谁真正有耐心持有一只股票长达 17 年！

当您看到搞什么干细胞基因工程的 ST 中源公司的前任董事长何平因涉嫌职务侵占被捕，看到交大昂立公司原总裁兰先德因涉嫌受贿罪、挪用公款跟踪入狱，看到 ST 四环公司因质量上存在隐患而停产，看到生产云南白药酊、气雾剂、小儿感冒颗粒的云南白药公司的股价上涨了 180 倍时，您对投资医药股，又会有什么样的想法呢？

十、船舶运输业

以上分析的几个行业都属于制造业，尽管这些行业各自的市场情况和竞争的激烈程度不同，但是，这些行业内企业产生现金流的方式都具有相似之处。下面要分析的几个行业，现金流的产生方式与传统意义上的制造业截然不同，某些相关的财务数据也有自己的特点。

先来看看船舶运输业的企业是如何经营的，都有哪些特点。各种级别的货轮是船舶的运输工具，也是企业的固定资产。货轮在运输货物时需要消耗燃油，这是船运业企业的最主要的成本，货轮还没有消耗的燃油就是企业的存货，这与制造业企业的主要存货不同。所以，船运企业的存货水平相对于普通制造业而言少很多。船运企业的应收账款也要明显比制造业企业的低，因此，船运业企业的现金产生能力要比很多制造业企业的强得多。船运企业在经营过程中会产生各种费用，比如港口费用、装卸费用、工资等。货轮在使用过程中需要折旧，有些货船是租用的，会有租船费用。随着经济的发展，进出口贸易的增加，企业就会相应的扩大运输量，在货轮使用率不变的条件下，必须要增加货船的数量，企业可以通过租用货轮或者是购买货轮这两种方法，如果企业缺乏购买货轮的资金，就会通过增加债务资本来筹集资金。

在 2008 年金融危机之前，几乎所有船运业的企业都在进行大规模的固定

资产投资，以满足市场运输量的不断提高，同时，波罗的海指数（BDI）暴涨。发生金融危机之后，波罗的海指数从最高 11793 点暴跌至 663 点，随后又逐渐恢复上升到 3498 点，如图 2-20 所示，这和 2007 年、2008 年、2009 年中国的股市一样。



图 2-20 波罗的海指数 (BDI) 历史走势图

当国际贸易大幅下滑时，进出口的货物运输量大幅减少，销售收入大幅下降。由于货运的供给大于需求，出现了供求失衡，货运企业的相互竞争使运价一路下滑，就造成了销售收入的进一步下降，比如中国远洋公司 2008 年前三季度营业收入为 953.82 亿元，而到了 2009 年同期却只有 386.78 亿元。但是，船运企业的成本并不能和销售收入同比下降，船运企业的成本也分为固定（不变）成本和可变成本。有些成本的变化并不随船运企业营业收入的变化而变化，相对来说比较固定的，比如折旧费用，不论船舶是否航行，都需要进行折旧，因而，企业的固定成本不可能降得太低。而另外一种成本就是可变成本，船运企业的可变成本就是燃油价格，这主要由国际原油价格决定，而船舶运输行业对燃油的采购议价能力有限。所以，由于受到固定成本、



可变成本和运价变化的作用，船运企业的利润率在国际贸易繁荣时，随波罗的海指数（BDI）的上升而提高，利润水平也会加速上升；相反，在国际贸易萧条时，船运企业的利润率就会随波罗的海指数（BDI）的下降而下降，利润水平下降得会更快。尽管船运企业的管理者也在通过各种手段努力降低成本和费用，但依然无法使船运企业实现利润。随着金融危机逐渐过去，国际贸易的恢复，货物运输需求量的增长，运价也会逐渐提高，船运企业的业绩水平必然会恢复，这确实需要一段时间。

在国际经济环境比较景气的时候，船运业企业的毛利率和净利率水平都比较高，是一般制造业企业所无法相比的。当国际经济环境恶化时，比如在金融危机后，国内很多依靠内需的企业和行业根本没有受到什么影响，利润水平依然在稳定增长，而船运企业的痛苦又是其他行业的企业所体会不到的。

正是由于船舶运输业对全球经济因素，国际贸易额和波罗的海指数（BDI）的变化非常敏感，而上述这些因素变化又具有周期性，所以，投资者在对船舶运输企业进行投资时，更适合采用中期投资，持有股票的时间也是由上述三个因素的变化所决定。此外，船舶运输业是否景气，还会影响到船舶制造业企业的业绩水平，这些，我们将会第四章周期型股票中对广船国际公司利润水平的变化做进一步介绍。

十一、航空运输业

维珍航空公司的创始人理查德·布兰森曾说：“想要成为百万富翁，就先从亿万富翁做起，再拥有一家航空公司。”沃伦·巴菲特也曾经投资过美国航空公司，这是一次不太成功的投资。如果投资者经常看全球性的财经新闻，就会发现航空公司出现巨额亏损或是申请企业破产保护、重组的新闻很常见，

其中包括很多大型航空公司。航空运输业对于投资者而言为什么会是这样“恐怖”呢？这与航空运输业的经济特性有很大关系。

航空运输业的经营方式与船舶运输业比较相似，但利润水平的决定因素却有一定的差异。机票价格、燃油成本、零部件的维修费用，还有购买新飞机的资金来源都是航空公司面临的大问题。

不同的航空公司之间经常会因为机票价格问题而打价格战，除了节假日之外，机票几乎都会打折，尤其是在同一条航线上竞争更是激烈。船舶运输企业可以期望经济复苏，国际贸易额会增长，波罗的海指数（BDI）上涨，企业的利润水平就可以大幅上升，而航空运输业的企业能期望什么指数呢？

航空公司的成本主要是燃油成本。燃油价格受国际原油市场价格的影响，航空公司在燃油成本问题上处于被动地位。航空公司的其他各种费用还包括工资、日常的修理费（大修计入资本性支出）、机场使用费、折旧费用等。为了保证飞行安全，航空公司必须按规定定期对飞机进行检查和维修，高昂的飞机零部件和设备价格为航空公司增加了负担。航空业是人们普遍向往的职业，飞行员的高工资是人所共知的，航管人员、空姐、地勤人员以及其他相关的管理人员也都属于高薪者，他们的工资只可能上升，而不会下降，这都使得航空公司拥有较高的成本和费用。

船运企业在经济环境比较景气的时期，可以产生较高的利润水平，扩大规模所需的资金对于船运业企业而言压力还不是很大，但对于航空公司而言就另当别论了。航空公司仅仅依靠企业的利润去购置新飞机、扩大规模是远远不够的，航空公司往往通过融资租赁来购置新飞机，这大大增加了航空公司的长期应付款（属于长期负债），使得航空公司越发展，负担也就越沉重，股东反而越穷，最终可以“成功实现”布兰森所说的从亿万富翁做起，结果却变成百万富翁的“梦想”。

我们说了航空公司的很多坏话，可航空公司也有自己的一个优点，就是



公司的现金产生能力比较强，所以，投资者对航空公司的流动比率要求不用太高。

航空公司的大飞机很先进、很气派、也很昂贵，空姐很漂亮、飞行员很让人羡慕，可与之形成鲜明对比的是，航空公司的财务报表却很寒酸。我们可以看一看 2008 年山航公司的财务数据。如表 2-5 所示，它的流动资产只有约 4.7 亿元，而流动负债和长期负债加在一起已经超过了 70 亿元，还有 ST 东航公司，它的流动资产是 104 亿元，流动负债和长期负债加在一起达到了 838 亿元，而股东权益竟然是 -110 亿元，这说明 ST 东航公司连一个穷光蛋都不如，投资者要是购买 ST 东航公司的股票等于是花钱买“债务”，真是岂有此理，岂有此理！

表 2-5 2008 年国内五家上市航空公司的财务数据表 单位：万元

项 目	ST 东航	海南航空	南方航空	山航 B	中国国航
流动资产	1040106	786936	924800	46990	922639
流动负债	5407670	2123470	4127900	296937	4269589
长期负债合计	2974150	2015154	1742900	427379	1841753
股东权益	-1106515	666674	944800	56280	2028754

注 本表中的长期负债只包括长期借款、长期应付款、专项应付款。

接下来，我们再看看航空公司的股价表现如何。海南航空公司在国内航空公司中算是经营不错的，它的股票价格在 2002 年时是每股 8 元左右，到了 2010 年中期，它的股票价格是每股 6 元左右。如图 2-21 所示，8 年的时间里，该股先是随大盘下跌，又随大盘上涨，投资者最终还是没能挣到钱。

ST 东航公司的股票价格在 1998 年时是在每股 5 元左右，到了 2010 年年初，ST 东航公司的股票价格为每股 7 元，经过了 12 年的发展，股价只上升了 40%。



图 2-21 海南航空 2001~2010 年股票价格走势

南方航空公司的股票价格在 2003 年时是每股 4 元，到了 2010 年年初是每股 6 元，股票在 2008 年每 1 股分拆成了 1.5 股，股价相当于上升了 125%。

要说航空公司的股票价格上涨比较明显的就是中国国航公司了，其原因就在于中国国航公司的 A 股股票是以被明显低估的价格上市的。中国国航公司于 2006 年 8 月，在中国股市从熊市中复苏的过程中上市的，中国国航公司 A 股股票的发行价格非常低，只有每股 2.8 元，发行后全面摊薄每股净资产是 2.2 元，发行价的市净率相当于只有 1.27 倍，发行后的总股本为 110.72 亿股，因此，在中国国航公司刚上市时，购买中国国航公司股票的投资者能够获利也就是很自然的事情了。到了 2010 年年初，中国国航公司 A 股的股票价格已经上涨到每股 11 元，是发行价的 3.93 倍。

在国际油价稳定的时候，国内航空公司还是可以盈利的，但利润水平却难以保证稳定增长，其中某些航空公司的利润是靠投资收益或者是主营业务以外的收入产生的。对于投资者而言，判断企业内在价值最重要的一点就是



确定性，而这却是航空公司所难以达到的。我们唯一可以确定的就是航空公司的资产负债率都比较高。如果想对航空公司的股票进行投资，必须要等到股票价格比较低的时候才可以，比如像中国国航公司在2006年刚上市时的那种情况，否则，要想指望通过航空公司自身的发展来实现股票价格的上涨，恐怕不太容易。

十二、高速公路运输业

高速公路企业在取得高速公路收费经营权以后，各种车辆从高速公路上通过，所支付的相关费用就是高速公路企业的销售收入。高速公路的销售收入和利润水平主要由高速公路所在地区的经济发展水平和地理位置所决定。周边地区经济增长的速度越快，地理位置优越，商品、货物运输量、客运量不断提高，经过高速公路的车辆也就越多，高速公路企业的销售收入也就越高。

普通制造业的企业进行生产需要有原材料，而高速公路运输企业根本不需要原材料。所以，企业的成本和费用就非常低，毛利率和净利率都要远远高出其他行业。高速公路运输企业也不需要存货，企业的应收账款相对于普通制造企业而言也比较低。只要有汽车通过，就会有资金源源不断地流入。正是因为企业现金流的产生能力非常强，所以，上市的高速公路企业都可以在流动比非常低的情况下正常经营。

高速公路的企业管理者不需要像手机生产企业那样整天考虑如何做广告，不需要搞什么促销活动，想方设法让各种车辆从自己的高速公路上通过（从来没听说过高速公路企业在媒体上做广告），更不需要像一些科技类企业那样担心什么核心竞争力、什么技术创新。高速公路企业的主要任务就是负责公路的日常维护与保养，让高速公路能够安全运营就行了，剩下的事情就

是考虑挣了钱之后该怎么花。

高速公路运输业与铁路运输业、航空运输业在一定程度上虽然存在相互竞争的问题，但一般来说影响还不会很大。当政府在不断建设公路网时，公路网的整体扩建可能会导致车流量的重新分配，这会对上市公司所属路段的车流量有一定分流，尤其是当新开通的高速公路和上市公司属于同一路段时，可能对于上市公司业绩水平的影响更加明显。

高速公路运输业并不是一个快速增长的行业，行业内的企业一般是在缓慢中增长的，但是不同高速公路企业的股票在股市上的表现还是存在着很大差异。我们可以看看赣粤高速公司和华北高速公司这两个公司股票的表现：

赣粤高速公司目前经营着昌九高速、昌樟高速、昌泰高速、九景高速、温厚高速等路段的高速公路，均位于江西省境内。赣粤高速公司是江西省唯一一家上市的高速公路运输企业。赣粤高速的销售收入在 2003 年时为 6.17 亿元，净利润是 1.86 亿元，按 2003 年下半年以赣粤高速的股价每股 10 元，股本为 3.89 亿股计算，股票的总市值不到 40 亿元，市盈率在 21 倍附近，如表 2-6 所示。

表 2-6 赣粤高速 2003~2009 年净利润表

单位：万元

项 目	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
营业收入	325210	308572	246813	182464	130918	102986	61692
净利润	122874	109617	109659	82363	39865	36874	18656

赣粤高速公司从 2003 年到 2009 年业绩水平一直在稳定增长，在 2009 年公司的销售收入已经达到了 32.52 亿元，而净利润也增长到了 12.29 亿元，净利润是 2003 年时的 6.6 倍。

赣粤高速公司的股票经过 2004 年、2006 年、2009 年的三次分拆，2003



年时的 1 股到了 2010 年年初已经变成了 6 股，按 2010 年年初每股 8 元的价格计算（此时该只股票的市盈率是在 15 倍附近），赣粤高速公司的股票价格已经是 2003 年时的近 5 倍，如图 2-22 所示。对于高速公路运输业的企业而言，能够取得像赣粤高速公司这样的回报率应该说是很高的了，因为有更多的高速公路运输业企业的股价在 5 年甚至是 10 年的时间里都没能实现上涨，甚至是下跌的，华北高速公司就是其中一只。

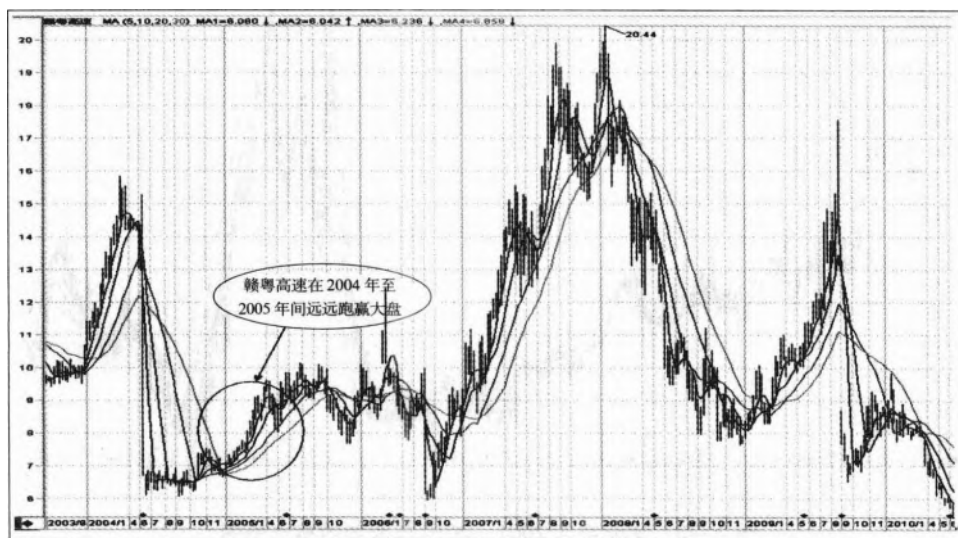


图 2-22 赣粤高速 2003~2010 年股票价格走势

华北高速公司经营的是京津塘高速公路，在 2001 年时，华北高速的销售收入是 3.9 亿元，利润是 1.6 亿元，在 2001 年年初的股票价格大致在每股 7.3 元至 7.6 元之间，按照当时 10.9 亿股的股本计算，总市值在 75 亿元附近，（它能值这么多钱吗？）市盈率在 45 倍以上。对于高速公路运输业的企业而言，股价应该在 15 倍到 20 倍市盈率之间是比较适合的，45 倍的市盈率明显太高了。

华北高速公司在 2001 年到 2009 年间，业绩增长得很慢，到了 2009 年华北高速公司的销售收入只有 8.1 亿元，净利润为 2.9 亿元，2001 年至 2009 年净利润只上涨了 80%。而华北高速公司在 2001 年时过高股票价格也是在一路上跌，到了 2010 年中期，已经下跌到每股 4.5 元附近，如图 2-23 所示，9 年的时间，股价下跌了 40%。

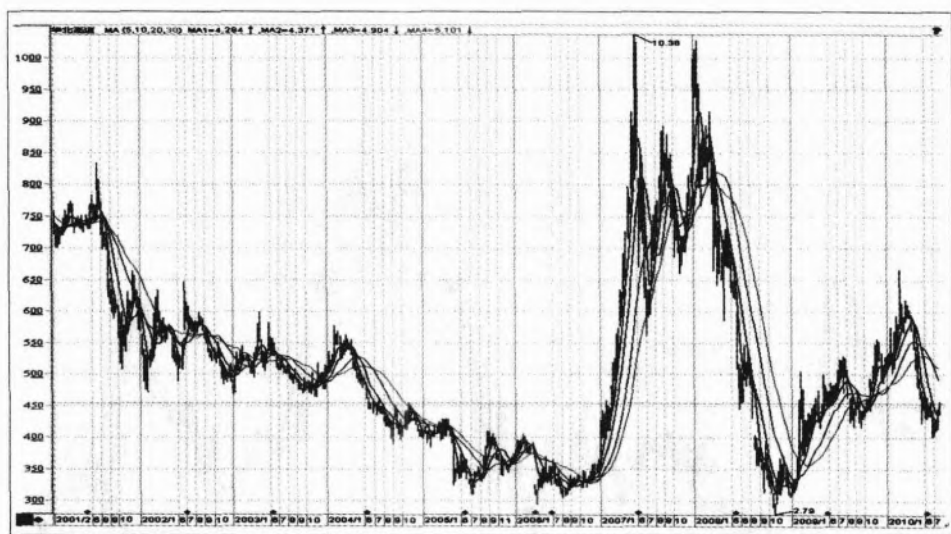


图 2-23 华北高速 2001~2010 年股票价格走势

赣粤高速公司和华北高速公司之所以有这样大的差异，一方面在于赣粤高速公司主要经营的是江西省内的高速公路，江西省周边地区经济增长较快，经过高速公路的车辆也快速增长，赣粤高速公司从中受益。而经营京津塘高速公路的华北高速公司，虽然京津地区比较发达，但是京津塘高速公路发展的空间却较小，业绩增长要比赣粤高速公司慢很多。另一方面，华北高速公司在 2001 年时的股价对应着 45 倍的市盈率，这个价格太高了，发展了 9 年，股价也没能上涨。而赣粤高速公司在 2003 年时的股价对应着 21 倍的



市盈率，对于高速公路运输行业的股票而言，这个价格其实并不算便宜，但股价却可以随着企业的发展而上涨。更值得注意的是，赣粤高速公司的股票在2004年至2005年熊市的时期，竟然可以逆市上涨。从2004年7月的每股6.4元的价格，上涨到2005年8月的每股10元以上，如图2-22所示，1年的时间，取得了超过56%的回报率，远远跑赢大盘，这与赣粤高速公司业绩的增长是分不开的。可同样是高速公路运输企业，华北高速公司在2004年至2005年期间，股价却在下跌，如图2-23所示。

除了华北高速公司外，中原高速公司、皖通高速公司等股票的股价也都上涨得很少，而宁沪高速公司的股票价格从2003年最高时的每股12.98元，下跌到2010年年初的每股6元，跌幅超过了50%。

总体上说，高速公路运输业是一个稳定型的行业，投资者对它的期望值也不是很高，在这个行业内几乎找不到因为业绩水平问题而被退市的股票。投资者在对高速公路运输业的股票投资要注意两点：

第一，要注意该企业所在路段和地区的车流量增长的速度是否较快，找车流量增速快，销售收入和利润增长快的；第二，要找市盈率低的。

由于高速公路运输业的企业都拥有充裕的现金流，所以，高速公路运输企业的财务状况对股票价格的影响并不是很大。

另外，经营港口、机场、铁路的上市企业，它们的经济特性也与高速公路运输业的经济特性具有相似性，这些行业内上市企业的股票价格也普遍上涨得较慢，比如，厦门港务公司、南京港公司、天津港公司、锦州港公司、上海机场公司、白云机场公司……它们的股票价格从2004年至2010年，几乎都没怎么上涨。

十三、水力发电和火力发电业

能源和环境是现在全世界普遍关注的重要话题，能源是人类社会向前发展的物质保障。随着中国经济的发展，对于电能的需求与日俱增，电力主要通过火力、水力、核能、风力、太阳能等获得。

核能发电对技术要求较高，有一定危险性。太阳能发电和风力发电有广阔的发展前景，但目前，太阳能发电和风力发电占国内发电总量的比重还很小，企业是否能形成比较成熟的经营模式，并且为投资者提供投资回报还需要通过实践去检验。火力发电的成本较高，依赖于煤炭，对环境有污染。目前，国家在不断提高火力发电企业的技术水平，淘汰小火电厂，降低污染，提高效能。水力发电是一种比较成熟、没有污染、成本很低的发电方式，从更加长远的角度上说，全世界的煤炭、石油、天然气的储量是有限的，水力发电的重要性不言而喻，这也是国家修建长江三峡的出发点，有代表性的水力发电的上市企业就是长江电力公司。

我们先来分析一下水力发电企业的经济特性。水力发电企业最主要的固定资产是拦河大坝和发电机组。当水电站建好后，水流过水电站，就可以发电了，所以，水力发电企业的成本要比火力发电企业的成本低得多，水电企业的毛利率可以达到60%以上，净利率也在40%左右，现金流的产生能力极强，这与高速公路运输企业相似。由于电力市场总是需求大于供给，水力发电企业没有任何的竞争对手，企业根本不需要为销售操心，也就不会有什么销售费用。绝大多数行业的企业都需要为自己的企业和产品做广告，而关于电力企业的广告却是公益广告，希望大家节约用电，珍惜资源。电价只会上涨，而不会下降。事实上，如果不是政府在政策上控制电价水平，保障人民群众的利益和生活水平，而是完全按市场供求关系，电价的上涨将会比现在快得多，电力企业的利润也应该上升得更快。



水力发电企业有一个缺点，就是当水电站或火电厂建好后，机组的发电量是有限的，而不会像制造企业生产产品那样可以快速增长。比如长江电力公司在其发电机组陆续投入使用的过程中，发电量和利润水平都会上升，但是，当全部发电机组全部投入使用后，企业的销售收入只能依靠电价的上涨来实现，电价的调整将会是企业利润水平的决定性因素。

水力发电企业主要固定资产的使用年限很长，比如像葛洲坝大坝的最高经济使用年限是60年，如果不发生严重自然灾害（这种可能极小，因为在设计建造大坝时，地质工作者已经就大坝周边地区的地质特征进行了多年的考察和研究，完全可以保证拦河大坝以及水库周边地区不会发生强烈地震这样严重的自然灾害），大坝的使用寿命肯定会更长，长江三峡的使用年限应该也会很长，因此，水力发电企业就不需要花大量的资本性支出修建大坝。发电机组在使用一段时间后会进行维修和更换，这是企业主要的资本性支出，相对于水力发电企业的利润水平而言，这些资金可以说是小巫见大巫。

从行业的经济特性上可以看出，长江电力公司是一家没有任何生存压力、没有市场竞争压力的企业。如果企业管理者能够将取得利润回报给投资者，提高发放股息的力度，那么，长江电力公司的股票应该算是一只价值型的股票，但成长性一般。如果真的有一天石油和煤炭全部都枯竭了，那么水力发电企业的价值可能真要大幅提高了。

与没有任何生存压力的水力发电企业相比，国内的很多火力发电企业就像是热锅上的蚂蚁，一直在为自己的生存问题而担忧。下面我们再来分析一下，国内火力发电企业都面临哪些问题：

（1）电价受到政府严格控制。

（2）企业的发电量是有限的。受装机容量的限制，火电企业销售收入难以提高，除非新建发电机组，但这必然会对企业资金产生很大的压力。

(3) 煤炭价格又由市场决定。火电企业的煤炭成本不能由自己决定，总是处于被动地位，这一点对火电企业的生存构成的威胁最为严重，当煤炭价格上涨时，很多火电企业出现亏损，也就是情理之中的事情了。

华能国际公司是国内有影响力的大型发电企业，当行业形势好的时候它可以实现盈利，而煤炭价格上涨且形势不好的时候，就可能亏损，很难保证利润的稳定增长。华能国际公司 2004 年的净利润是 53.89 亿元，到了 2009 年，净利润为 50.81 亿元，并没有增长，而且华能国际公司在 2008 年还因为煤炭价格的上涨，亏损了 37.01 亿元。所以，华能国际公司的股价在市场上自然也就不会有好的表现，它的股价从 2004 年的每股 9 元，下跌到 2010 年中期的每股 6.5 元附近，股价下跌了 28%，如图 2-24 所示。由于经济特性的原因，像华能国际公司这样的企业，它的股票价格以前表现不佳，以后恐怕也好不到哪儿去。

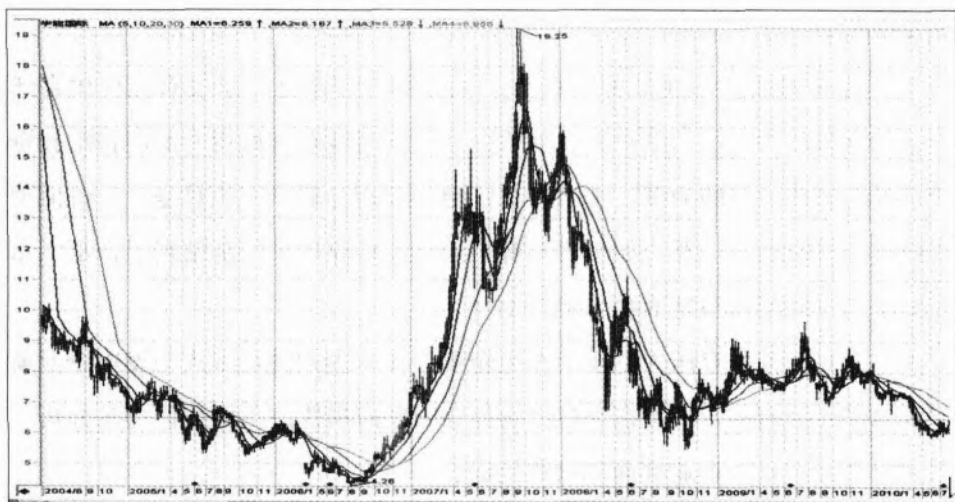


图 2-24 华能国际 2004~2010 年股票价格走势



除了华能国际公司之外，还有像上海电力公司、长源电力公司、漳泽电力公司、京能热电公司、皖能电力公司、闽东电力公司、惠天热电公司等一大堆发电、供热企业，它们的股票的价格从长期来说也都没有实质性的上涨，还有些发电企业的股票价格甚至是下跌的。

当然，也有一些规模较小的发电、供热企业可以实现较快发展，股票价格也能上涨，但是在其背后也有自己的隐忧。穗恒运公司（全称广州恒运企业集团股份有限公司）就是其中的代表性企业。

穗恒运公司是广州市属国有控股的重点电力生产和集中供热的上市企业，位于穗港澳黄金三角洲中心的国家级开发区——广州经济技术开发区西区，濒临珠江。随着广州开发区的高速发展，穗恒运公司从一家小型火电厂成长为拥有四家发电企业和多家参、控股企业的企业集团，业务范围涉及发电、供热、金融、房地产等方面，但公司的主营业务依然还是火力发电。

穗恒运公司在2000年全年完成上网电量13.87亿千瓦时，实现主营业务收入6.68亿元，净利润5928万元。到了2009年，公司全年完成上网电量61.46亿千瓦时（含投资企业），实现主营业务收入28.90亿元，净利润2.52亿元。9年的时间，穗恒运公司上网发电量增加了4.43倍，主营业务收入增加了4.33倍，净利润增加了4.25倍。

穗恒运公司股票A股的价格在1999年时为每股5.5元左右，此时的市盈率是21倍，到了2009年年底穗恒运公司股票A股的股价超过了每股19元，如图2-25所示，10年的时间，上涨了240%，这个回报率只能算是一般。但是，对于火力发电行业内的上市企业来说，那可是“矮子里面拔将军”，很不错的了。

虽然，穗恒运公司在火电行业中算是发展得不错的企业，但是，公司的规模在全国的火电行业中是偏小的，这也让公司在市场竞争中陷于不利局面。

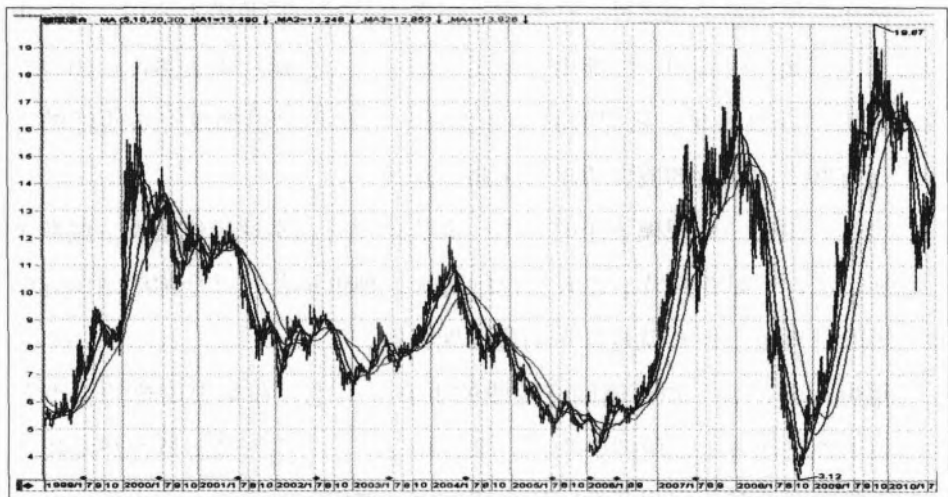


图 2-25 穗恒运 A 1999~2009 年股票价格走势

以煤炭购买合同一项为例，尽管合同煤的价格对所有火电企业都是统一的，但国内几大“中字头”煤炭企业在配额的分配上则有明显偏向。像华能国际公司等一线火电企业能拿到100%满足他们需求的配额，粤电力公司、浙江电力公司这种二线火电企业能拿到的配额大概占需求的70%，而像穗恒运公司这种三线火电企业拿到的配额只占需求的50%左右。2010年穗恒运公司签下的合同煤约为153万吨，当中还有57万吨煤并非按照中国神华公司的基本合同价，而是其“市场合同价”签约的，这个价格比真正的市场价要低，但是仍然高出基本合同价。

另外，煤炭运输价格的上涨，也增加了穗恒运公司的营业成本。

低碳经济是未来的方向发展，政府要求火电企业的排放量年年下降，在电力行业内采取“上大压小”的政策，像穗恒运公司这种规模较小的火电企业要想装备新机组能否过环保关还是个问题。

考虑到以上这些不利因素，穗恒运公司的管理者们经过多次讨论，最终



定下来“择业发展”的路子，将金融、地产作为发展重点。我们总是说行业的经济特性会决定管理者的行为方式，穗恒运公司做出“择业发展”的选择就是一个很好的例子。

火电行业的经济特性决定了行业内的企业夹在产业链的上下游之间“受气”。火电行业内像华能国际公司、华电国际公司这样的大企业有优势，但利润和股价都难以上涨，而像穗恒运公司这样的中小规模企业有潜力，但又没有竞争优势，这就是为什么有很多火电企业的股票都无法跑赢大盘的原因。因此，投资者还不如避开这一行业，考虑一下投资煤炭采掘业上市公司的股票。

十四、煤炭采掘业

我国是世界上最大煤炭生产国和消费国。我国的煤炭可采储量仅次于俄罗斯和美国，而位居第三。“富煤、贫油、少气”的能源结构决定了煤炭在国内能源消费中拥有绝对的主导地位。从火力发电、钢铁行业的产能增量来看，未来对煤炭的需求仍旧非常旺盛，而煤变油、煤化工的发展，将对煤炭需求结构产生战略性的影响。

我国煤炭行业市场集中程度低，从而导致行业内过度竞争，为此，国家正在采取措施关闭非法和不具有安全生产条件的小煤矿，推进煤炭资源整合，建设大型煤炭基地，培育大型煤炭企业集团，将各种资源向煤炭骨干企业进一步集中。我国煤炭行业的发展趋势就是要为上市的大型煤炭企业的发展和提升竞争力而创造良好的环境。

了解了我国煤炭行业发展的基本情况，煤炭生产企业在经营过程中又有哪些特性呢？

(1) 由于经济发展对于煤炭需求的稳定增长，煤炭生产企业的管理者应

该不需要过多地为煤炭的销售和存货水平担心。

- (2) 煤炭生产企业的毛利率、净利率相对于其他行业而言较高。
- (3) 经营活动产生的现金流充足。
- (4) 对资本性支出有一定的需求，但不像钢铁行业、水泥行业的企业那样大。

这就使得优秀的上市煤炭生产企业都可以拥有比较理想的利润水平和强大的现金流，而且可以保持稳定增长。

煤炭生产企业对于煤炭资源具有直接的依赖性，所以，对煤炭企业和投资者来说有两点需要加以关注：

(1) 煤炭的储量。对于煤炭企业储量的重要性，不说大家也都知道，要是没有煤炭可采，那谁还去买煤炭企业的股票啊！

(2) 煤炭的质量。优秀的煤炭企业毛利率可以达到 60% 以上，这是和企业拥有优质煤炭资源密不可分的。资源优秀的煤矿，便于开采，而且生产出的煤炭平均售价较高，还有利于环保（未来的发展更提倡低碳经济）。有些煤炭企业毛利率偏低，说明企业在煤炭质量上缺乏竞争优势，煤炭的平均售价也就较低。

因此，投资者在投资煤炭企业的股票前，一定要先阅读一下公司的招股说明书或年报。看看该煤炭企业的储量有多少，可供开采多少年；上市后，公司的控股股东是否会有新的矿产资源注入上市公司，保证上市公司的持续发展；公司生产的煤质量如何，如果能形成知名的品牌更好（比如大同煤业公司的“大友”“口泉”，兰花科创公司的“兰花牌”无烟煤等），销售价格上是否有优势，是否可以保证企业获得较高的毛利率。俗话说，“读书破万卷，下笔如有神”，对于投资者来说，“读年报破千份，买股票如有神”，关键问题是你会不会阅读年报。其实，国内的会计师和审计师人数众多，他们读过的年报远不指一千份，可是想要买到好股票又是另一回事。因为，投资者阅读



年报的出发点与会计师、审计师截然不同。

此外，投资者对于煤炭采掘企业在生产技术上的优势、产品运输能力上的优势（中国神华公司的运输网络是无与伦比的）也应该进行一下了解。

煤炭采掘行业对投资者是否有利，可以从煤炭采掘企业股票价格的变化上体现出来。我们就看看国阳新能公司的股票的表现：

山西国阳新能股份有限公司于2003年8月上市，主要从事煤炭生产、洗选加工、销售，电力生产与销售。公司的主营业务收入以煤炭产品的销售收入为主。到2009年时，煤炭产品的销售收入已占公司总收入的99%以上，供电、供热收入在主营业务收入的比重微乎其微。

国阳新能公司地处全国最重要的无烟煤生产基地，生产的无烟煤属于年轻无烟煤，具有低灰、低硫、挥发分适中、可磨性好、发热量高等优点，享誉中外，“阳优”品牌是在我国首家注册的煤炭产品商标。公司的产品有洗大、中、小块，洗粉煤和优质末煤等品种，其中多个品种获国家、部、省级优质产品称号。国阳新能公司煤炭产品的主要市场分布在山东、河北、京津、山西和辽宁等地，并在上述市场范围内具有较明显的区位优势，公司与宝钢公司、鞍钢公司、首钢公司等钢铁企业以及一批大型火力发电厂建立了长期稳定的供销关系。在国外市场方面，国阳新能公司的产品主要出口日本、韩国、巴西等国，与韩国浦项公司、巴西制铁公司、日本新日铁公司和住友金属公司等大型钢铁企业建立了良好的合作关系。

在煤炭资源方面，国阳新能公司的矿井处在全国煤层气储量最丰富和开采条件较好的矿区。在刚上市时，公司所拥有的沁水煤田阳泉矿区国阳一矿的井田面积是83.6平方公里，地质储量为10.87亿吨；国阳二矿的井田面积是62.42平方公里，地质储量为10.17亿吨；两矿合计的可采储量为10.14亿吨，并且公司一矿和二矿的矿井服务年限都在80年以上，充足的煤炭资源为企业上市后持续地生产经营、销售收入的不断提高提供了保障。

如表 2-7 所示, 国阳新能公司在 2004 年原煤产量完成 1285 万吨, 收购阳煤集团原煤 1346 万吨, 销售煤炭 2150 万吨, 销售收入是 47.38 亿元。到了 2009 年公司的原煤产量完成了 2096 万吨, 收购阳煤集团及其子公司煤炭 1969 万吨, 销售煤炭 3953 万吨, 销售收入已经达到了 200 亿元, 增长了 4.22 倍。企业的净利润在 2004 年时只有 3.48 亿元, 除了在 2007 年利润水平出现下降外, 其余年份均呈上升趋势, 到 2009 年净利润已经达到 18.56 亿元, 上涨了 5.33 倍。

表 2-7 国阳新能 2004~2009 年利润表

单位: 万元

项 目	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
营业收入	2000481	1703313	1026976	849015	720135	473777
净利润	185633	93008	49559	69794	58165	34790

国阳新能公司的股票价格也从 2004 年时的每股 10 元左右 (2005 年时最低价只有每股 7.5 元), 上涨到了 2010 年年初的每股 40 元左右 (最高时达到了每股 50 元), 如图 2-26 所示。国阳新能公司的股票在 2008 年 7 月每 1 股分拆成 2 股, 股价相当于上涨了 8 倍以上。

除了国阳新能公司之外, 投资者还可以找到在 2004 年到 2010 年期间股价上涨 5 倍以上的煤炭采掘业的上市企业, 比如大同煤业公司、西山煤电公司、冀中能源公司、靖远煤电公司等多家煤炭采掘业的上市企业。这种现象对于高速公路运输业、火力发电行业、造纸行业的企业而言就要难得多, 而且, 这些优秀的煤炭生产企业还在继续发展, 我们有理由相信它们的股票价格从长期来说还能继续上涨。

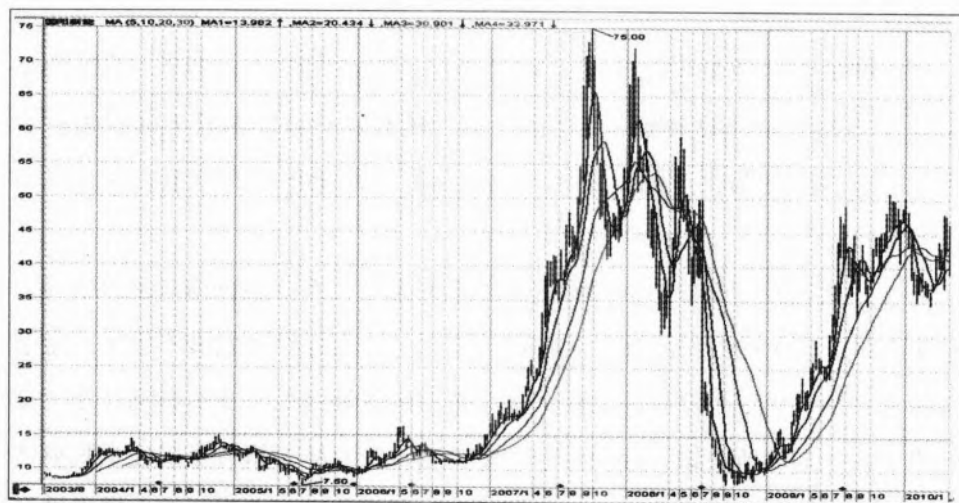


图 2-26 国阳新能 2003~2010 年股票价格走势

十五、银行业

银行业是中国股市中一个非常重要的板块，尽管上市银行的数量并不多，但由于大型上市银行的市值都很庞大，持有银行业股票的投资者人数众多，所以，上市银行股的表现对于整个股票市场的影响就比较大。对银行业进行分析，需要具备一定的专业知识。接下来，我们就对国内商业银行的情况进行简单分析，普通投资者只要知道中国的大型上市银行的股票是稳健增长型的股票，股票价格的波动也相对不是很大，更适合资产比较大的机构投资者和有耐心的个人投资者就可以了。

银行业的主营业务是吸收存款，再向企业、有信用的个人等发放贷款，获取利差；中间业务则是通过代收各种费用和提供相关服务获得收入，还有一些表外业务。在这里，我们重点要分析的是中国的上市银行都有哪些特点，对于投资者来说，哪些数据是值得关注的，能够反映出银行的内在价



值以及存在的问题。

美国的银行数量有几千家，而我国的上市银行只有十几家，美国的金融体系内拥有大量的金融衍生产品，而中国在银行业的监管方面对银行业务尤其是在金融衍生产品上是有一定限制的。衡量银行的价值，要从以下几个方面：

(1) 从宏观方面分析，要看这个国家的金融体系、银行体系是否合理、稳定，这个国家的经济发展是否稳定。如果一个国家经济发展不稳定，金融体系不合理，出现了严重的问题，单个银行的发展必然会受到影响。在次贷危机中，美国的所有银行都会受到一定影响，没有哪家银行可以完全脱离这个金融体系之外。由于我国经济发展稳定，就为我国商业银行的发展提供了良好的环境。所以，从宏观角度上说，投资者不必担心。

(2) 加强银行业的监管对于保持银行业的健康发展起到关键的作用。我国政府对于保证金融体系的合理、稳定、健康发展是持非常坚定的态度。所以，银监会对于银行业务的开展，尤其是外表业务的开展、金融衍生产品的创新要求比较严格，从制度上加强防范金融危机的隐患，对银行的一些重要指标提出了明确的要求。比如在《巴塞尔协议》的框架内，对国内银行的资本充足率以及核心资本充足率提出了明确的要求，对银行的存贷比提出了要求，对银行的流动比提出了要求，对银行的拨备覆盖率提出了要求。在金融危机的背景下，我国政府通过扩大内需，加大贷款力度，带动经济增长。贷款数量的增加往往会使不良贷款的比例上升，所以，银监会要求建设银行、工商银行、中国银行、农业银行、交通银行这五大银行的拨备覆盖率从100%提高到130%，而其他商业行业则要求将拨备覆盖率提高到150%。这表明了政府一方面要刺激经济增长，鼓励和扶植一些支柱性产业比如能源、钢铁、汽车、房地产等行业的发展，通过提倡投资带动经济增长；另一方面又要考虑银行体系的安全性，防范金融风险，对金融行业的监管严一点。由



于银监会对银行业务及财务指标加以要求，这就相当于给我国的银行业的经营制订了一个业务操作手册，什么业务暂时不能开展，什么业务要加以控制，什么指标需要达到，有问题及时解决，同时要求银行内部加强自律和自我监管。

(3) 单个银行是否能够配合银监会工作，并将行业的准则认真执行、积极贯彻落实，这要取决于单个银行的内部制度与管理水平。在流动性的控制上，贷款的审批程序上，不良资产的控制上，表外业务的创新上，稽核工作的开展与深入等方面，不同的银行会存在一些差异。

对银行业的基本情况做了简单介绍后，接下来对一些反映银行经营状况的财务指标进行简单分析：

(1) 核心资本充足率和资本充足率。银行的资本包括核心资本和附属资本，银行可以通过增加附属资本提高资本充足率。但是借来钱毕竟不如自己的钱用着踏实，所以，核心资本充足率越高，银行抵御风险的能力越强。

国内商业银行资本充足率及核心资本充足率的计算公式为：

资本充足率 = (资本 - 扣除项) / (风险加权资产 + 12.5 倍的市场风险资本)

核心资本充足率 = (核心资本 - 核心资本扣除项) / (风险加权资产 + 12.5 倍的市场风险资本)

其中，核心资本包括实收资本或普通股、资本公积、盈余公积、一般风险准备、未分配利润和少数股权。

银行的资本充足率和核心资本充足率是银行最重要的财务指标，《巴塞尔协议》要求商业银行的资本充足率不低于 8%，核心资本充足率不低于 4%。而我国银监会最近几年来要求商业银行在最低资本充足率 8% 的基础上，还要计提逆周期附加资本和系统重要性附加资本，大型银行和中小银行资本充足率分别不低于 11.5% 和 10%。

抛开那些比较复杂的核心资本充足率的计算公式不谈，投资者只需要用上市银行的股东权益除以总资产，求出这个比值，对于我国的上市银行而言，如果这个比值大于或等于6%，就说明该银行资本充足率的情况还算不错，如果这个比值低于6%，就要稍差些。

(2) 存贷款比率（贷款余额/存款余额）。银监会要求银行的贷款占存款的比率不高于75%，这就对银行的贷款比例提出了要求。银行的贷款比例越高，所得的利息也就越高，银行的利润也就越高，但是银行的流动性和偿债能力就会下降；银行的贷款比例过低会使得银行的利润受影响。如果所有银行的贷款比例都很低，会使货币在银行体系内的派生放大受到严重影响，降低货币乘数，造成货币的供应量不足，就会产生通货紧缩，并使全社会的总需求下降，抑制了经济的增长。所以，存贷比率控制在一定范围之内是很重要的。

另外，贷款期限的长短也值得关注。在向外贷款中，如果长期贷款比率过高，长期贷款的利率高，虽然会提高银行的利润水平，但会降低银行的流动性，影响短期的偿债能力。短期贷款比率高的银行会比较稳健，不会为短期的偿债能力担心。

(3) 流动性比率（流动资产/流动负债）。银监会要求银行的流动性比率不低于25%，目的也是为了控制银行的流动性和偿还能力。事实上，我国的银行业普遍存在流动性过剩的问题。

(4) 不良资产比率和拨备覆盖率（呆账准备余额/不良资产余额）。降低银行的不良资产比率对于提高银行的资产质量和安全性，显著提高银行的利润水平有举足轻重的作用。所有银行都会存在一定的不良资产，只是不良资产的比率有高有低，关键就是通过什么样有效措施将银行的不良资产比率控制在一定的范围之内。这一方面和整个金融体系的合理性有关；另一方面和单个银行内部的监管体制、制度的落实以及银行人员的工作质量有关，这一



点可以反映出不同银行管理水平的差异。

拨备覆盖率相当于提高了银行资产的安全空间，降低了银行的风险。

(5) 资产收益率和净资产收益率。实际上，银行的资产收益率（资产收益率 = 净利润 / 总资产）要比银行的净资产收益率更能反映银行的盈利能力。由于不同银行拥有的附属资本不同，核心资本充足率不同，所以，银行可以通过财务杠杆提高净资产收益率。相比之下，对于银行业，资产收益率更具有说服力。由于行业的情况不同，有很多行业如果用资产收益率去衡量企业的业绩水平，往往会有一定的局限性，但资产收益率对于银行业却特别适用。

在国际上，银行业的资产收益率能够达到 1.2% 就是一个相当不错的水平了。目前，国内的上市银行的资产收益率正在随着银行管理水平的提高而提高。

下面对我国银行业的发展前景进行分析。

从宏观经济学角度上说，银行的资产和负债的增长，贷款和存款的不断增长是为了满足全社会经济发展对于货币的需求量。1976年诺贝尔经济学奖的获得者、现代货币主义学派的领袖——米尔顿·弗里德曼在对美国的货币需求量进行了研究后认为，国民收入每增长 1%，对于货币的需求量会增长 1.8%。只有实现货币的供求平衡，才能保证经济的稳定增长，所以，货币的供应量的增长速度也应该是国民收入的 1.8 倍，如果货币的供应量太多，就会造成通货膨胀。对于我国而言，我国经济发展对于货币需求量的增长率和这一个比率很接近。这就意味着，在现阶段，我国的潜在 GDP 大约在 9% 左右，那么，货币的供应量 M2（广义货币）也应该以每年大约 $9\% \times 1.8 = 16.2\%$ 的速度增长，才能满足经济增长对于货币的需求量。我们可以看一下中国人民银行的官方网站上关于货币供应量的数据：2001 年 M2 只有 11 万亿元，而到了 2009 年年底 M2 已经达到 61 万亿元。广义货币 M2 包括：通货

+ 活期存款 + 定期存款 + 储蓄存款 + 证券公司的客户保证金。实际上，由于货币是在银行体系内派生放大的，存款的增长也就意味着全社会银行的负债在增长，也就意味着银行的总资产会以相近的比率在增长，整个银行业都在成长。如果银行的资产收益率保持不变，那么，银行的利润也会相应增长，银行的内在价值必然会增长。还有一点要强调的是商业银行的营业收入还和另一个重要因素通货膨胀率有关。2007年中国的通货膨胀率居高不下时，商业银行的营业收入和净利润大幅提高，要远远高于吸收存款的增加，比如建设银行2007年的营业收入比2006年增长了46.10%，净利润增长了49.27%，而客户存款仅增长13.11%。由于央行为抑制通货膨胀而大幅上调存贷款利率，存贷款利差的扩大使商业银行的营业收入和利润水平大幅增长。

从长期来说，银行的资产和内在价值是与全社会经济的增长紧密相关的。对于整个银行业而言，它既不应该增长太快（会造成通货膨胀），也绝对不能不增长（会抑制经济增长，造成失业率上升），应该保持在一定区间之内，这也就是造成大型商业银行的股票价格普遍上涨较慢的重要原因。

银行业在发展的同时也存在着一些问题和挑战。例如，如何保持资本充足率，是国内银行所面临的一个重要问题，尤其是核心资本充足率对于投资者的利益更大。在经济速度发展的环境下，银行的资产不断上升，银行要达到《巴塞尔协议》的规定，满足对资本充足率的要求，最好的办法就是提高银行的利润水平，降低不良资产比率，这就要求银行在管理水平上和制度上下工夫。如果是通过开发一些金融衍产品，比如不良资产证券化，这又会对金融体系的安全性产生一定的影响。而增发股票再融资则会稀释股东权益。经济的发展要求银行应该进一步为中小企业拓宽融资渠道，这往往需要银行进行金融创新，此时，注意监管制度的完善就显得非常重要。

房地产行业的合理发展和稳定性应该特别引起银行业的关注，由于房地产行业具有规模庞大、周期长、流动性差的特点，尤其是当经济体系内房地



产的信贷机制出现问题、不合理时，后果更加严重。所以，整个银行体系要警惕房地产泡沫，吸取 20 世纪 80 年代末 90 年代初日本的资产泡沫的破灭，1997 年亚洲金融危机以及 2008 年次贷危机的教训。当然，这几次危机的爆发都与政府对于经济发展的理解和态度有关。

总体来说，国内大型上市银行（比如工商银行、建设银行、中国银行等）在资产状况、经营状况和盈利能力上都是比较稳定的，投资者也不必因为银行出现了一些坏账而感到紧张。因为银行自身是具有抵御风险的能力，资产规模庞大的银行抵御风险的能力会更强一些，这是大银行的一个优势。而上市几年的中小银行（比如宁波银行等），往往会在快速的规模扩张中消耗较多资本，使其资本充足率偏低。所以，上市的小银行潜力更大，但稳定性要稍差一些。像兴业银行、招商银行、民生银行、北京银行、中信银行、深发展银行等，它们在规模上还不如国有上市银行那样庞大，但银行自身已经具备了一定抵御风险的能力，也许更值得投资者去关注。

那么，上市银行在投资回报率上又表现如何呢？我们可以分析一下招商银行的发展情况，您就知道了。招商银行于 2002 年上市，经过 7 年的发展，到 2009 年时，公司的营业收入已经增长了 4.36 倍，总资产增长了 5.56 倍，更重要的是净利润从上市时的 17.34 亿元，上升到 2009 年的 182.35 亿元，增长了 10.52 倍，如表 2-8 所示。而招商银行的股票在上市时的发行价为

表 2-8 招商银行 2002 年、2009 年财务数据表

单位：亿元

项 目	2002 年	2009 年	增长率（倍）
营业收入	117.96	514.46	4.36
净利润	17.34	182.35	10.52
总资产	3716.60	20679.41	5.56
股本（亿股）	57.07	191.19	—



图 2-27 招商银行 2002~2010 年股票价格走势

每股 7.3 元，到了 2009 年年底已经上涨到了每股 18 元，如图 2-27 所示。在这期间，招商银行的股票经过多次分拆，每 1 股股票已经分拆成了 2.54 股，相当于用了 7 年的时间股价上涨了 6.26 倍，这样的收益率已经是非常了得了。

为什么招商银行的净利润增长了 10.52 倍，而股价只上涨了 6.26 倍呢？这是因为招商银行在上市时的股价是每股 7.3 元，总市值为 416.6 亿元，当时的净利润是 17.34 亿元，市盈率为 24 倍，对于商业银行而言市盈率在 10~15 倍的范围内应该还是比较合理的，所以，招商银行在上市时的股价就有一点点偏高，这就降低了投资招商银行股票的收益率，否则，招商银行的投资回报率应该更高才对。

很多投资者都认为银行股增长得比较慢，在了解了招商银行的股价变化情况之后，您的观点是不是也应该发生一些转变呢？



十六、小结

本节通过对一些具有代表性行业的经济特性进行的简单分析，阐述了不同行业的企业所存在的差异及其财务数据的差异。了解了这些，你就能理解为什么高速公路运输业、船舶运输业、水力发电业等企业有很低的存货水平；为什么国内高档白酒业、高速公路运输业、水力发电业的企业毛利率要远远高于其他行业的，而且有非常充裕的现金流；为什么钢铁行业的企业几乎都拥有大量的债务资本，股票价格又上升得很慢；为什么家电行业内的一些企业始终稳健经营，但销售费用都比较高，而利润率比较低；为什么像波导手机、夏新手机、TCL手机现在已在手机市场上销声匿迹，尽管企业的管理和研发人员一直在非常的努力工作，也投入了巨大的研发费用和销售费用，可依然无法改变自己被市场淘汰的命运；为什么长江电力公司在做公益广告，号召大家节约用电，企业的利润反而却很高；为什么在发生金融危机时船舶运输业和集装箱制造业的企业受到的影响要远远大于其他行业；为什么中国的上市银行都有不错的净资产收益率；为什么航空运输业的企业规模在不断扩大，飞机的数量在增加，利润水平却难以稳定上升。

在这里我们只对一部分行业的经济特性进行了分析，您也许会问，为什么没有对房地产开发行业、软件开发行业、基础化工行业以及其他一些犄角旮旯的行业进行分析呢？实话实说，作者本人没有这个能力，想要真正了解一个行业，了解一家企业的业务可不是件容易的事。投资者也根本不需要对所有行业都了解，只需要在自己理解能力的范围内，选择适合自己的行业，掌握相应的分析方法，就可以挑选出帮助您获得成功的好股票。

第四节 企业文化和管理者行为方式分析

企业文化和管理者的经营理念，这些无形的东西是在企业的成长与发展过程中，在不断地适应外界环境的变化，适应企业所处行业的经济特点，在同其他竞争对手竞争的过程中，经历了无数次失败，积累了经验和教训，结合企业自身的特点，逐渐形成的，而且往往带有企业管理者和企业家本人的风格，比如对商业的理解，对企业管理的认识，对所处行业特性的理解，对人才运用的理解，等等。

投资者在分析企业时，可以从以下四个方面进行：

(1) 企业管理者要明确自己的价值取向是什么，管理者的行为方式应该为了达到企业的价值取向去展开。企业经营的目的是为了给股东提供良好的资本回报，获得利润，还是为了资产规模最大化，还是为了销售收入最大化，还是为了提升行业内的市场占有率，还是为了企业的品牌形象，甚至是一些连企业管理者自己也说不清的目的。在现代企业制度中，由于企业的所有权与企业的经营权是相互分离的，就会造成管理者的价值取向和行为方式并不一定是以股东利益最大化为最终目标，而是以管理者自身的利益和取向为目的，这就会影响到投资者的利益。理想的企业管理者应该把那些不具有竞争优势、资本回报率低甚至是亏损的业务取消掉，轻装上阵，将有限的资金投入资本回报率高的业务上。

在现实当中，企业管理者总是能说出一大堆理由来证明自己的行为是有益于投资者的，尽管他们自己也知道这种行为所造成的结果可能不符合投资者的利益。当然，也还是有很多企业确实是在为股东的利益着想，并努力实施。作为一名价值投资者应该清楚谁在管理你的钱，他的出发点是什么，是



否真的想为投资者挣钱。价值投资者应该去寻找那些真正能为投资者着想，并且管理水平优秀的企业去投资。

(2) 企业要给自己一个合理的、明确的定位，明确自己的发展方向。企业想要干些什么，要清楚自己的竞争优势是什么，劣势是什么，朝着什么方向去发展才是最适合企业自身特点的，才能将企业的优势发挥出来，这是企业获得成功的前提。如果走错了路，放弃了自己的优势，在竞争如此激烈的社会中就等于失败。

比如博尔特在北京奥运会和柏林田径世锦赛上都创造了男子短跑的奇迹，可是如果要让他放弃短跑项目，而去参加乒乓球、自由体操项目的比赛，他根本就什么也不是。即便让他去参加男子 110 米栏的比赛，虽然他跑得是最快的，但要是掌握不好跨栏技术，恐怕是会摔跟头的。

(3) 优秀的管理是企业获得成功的保证。这需要发挥企业家的管理才能和团体力量，优秀的企业家确实可以使一个看似平庸的企业变得充满活力，更重要的是可以在企业发展的关键时刻抓住机会。这样优秀的企业管理者确实应该成为投资者心目中英雄。而平庸的企业管理者，有些是缺乏带领员工勇敢向前迎接挑战的能力，没有将员工的潜力和才能充分发挥出来；有些对企业发展的思路不明确，错失机会；还有些则盲目发展，给企业造成了恶性结果。

(4) 企业的管理制度和行为准则会影响企业的效率。企业在发展与管理中，不同企业所选择的道路与管理制度会大相径庭，不同企业的制度能够为员工所提供的发展机会和发展空间也不同。企业管理者、优秀的人才与企业之间存在相互选择的问题。优秀的企业可以为人才提供一个良好的发展环境。在钢铁大王安德鲁·卡内基的墓碑上刻着：“这里躺着的人，善用比自己能力更强的人。”从这里，我们就可以看出，这位钢铁大王在经营自己的企业时是多么注重人才的运用。

“良禽择木而栖，良臣择主而侍。”有远见、有能力的企业管理者会选择
一个适合自己成长与发展的平台，正如巴菲特所说：“让一个聪明、有声望的
管理人员来处理一个基本情况极差的企业时，企业的状态也不会有什么变
化。”我们可以想象一下如果把世界上最好的足球教练，比如穆里尼奥、弗格
森、安切洛蒂等放到中国男子足球队，指望中国足球也能在世界杯上有很大
作为，恐怕也不太可能。事实上，世界顶级足球教练，尤其是那些执教顶级
豪门球队的教练，也不敢来中国当足球教练，因为他们都知道中国的足球环
境、足球氛围和足球理念根本就不适合他（就更别说踢假球了），他的才能也
发挥不出来。所以，优秀的企业与优秀的人才应该是相配套的。

企业文化要想转变可不是一件容易的事情。企业的文化是在企业成长过
程中，同外部环境不断抗争与适应的过程中形成的，要想改变它，往往也要
在某种特殊的情况下才会发生。比如企业的发展遇到了重大问题，企业自身
的矛盾重重，不改变企业就无法生存下去；企业的行业发生了巨大变化，要
求企业必须进行自我调整来面对挑战；有新的竞争对手进入了企业所处的行
业参与竞争；企业受到宏观经济因素影响，如金融危机、其他国家限制进口
等，在这些情况下企业的文化才可能发生变化。建立企业文化和企业内部
各种制度的目的是为了提高企业的管理水平，取得良好的业绩水平，为企业
未来的发展提供保障。

说到这里，您也许会问：为什么贵州茅台股份公司原总经理乔洪因在
2000年年底至2007年3月期间，利用其担任贵州茅台酒股份公司总经理的
职务便利受贿、为他人谋取利益，还有巨额财产来源不明，被法院判处死缓，
而这几年贵州茅台公司的业绩水平和股票价格却都是在大幅上升呢？这是因
为一个高层管理者出现问题并不意味着整个企业的文化就都不利于投资者，
贵州茅台公司管理层其实对于股东的态度是非常负责的。企业的盈利能力是
一方面，更值得称赞的是，当贵州茅台公司通过主营业务产生了巨大的利润



之后，企业的管理层依然表现得非常“忠贞”，没有被千姿百态的花花世界所诱惑，从事一些乱七八糟的投资，始终从事自己企业主营业务，为投资者积累了大量财富，这一点十分难得（在第五章介绍贵州茅台公司时，你将会进一步了解这一点）。另外，贵州茅台公司价值的形成主要是由它的经济特性决定的，其他行业的企业根本就无法与之相比，如果其他行业出现这样的情况（管理者出现腐败现象），恐怕企业就受不了了。比如，我们在医药行业中介紹的 ST 中源公司和交大昂立公司，这两家公司的高管都因为经济问题被拘捕，企业也经营得一塌糊涂，从长期来说，股价也都在下跌。还有家电行业中的 *ST 春兰公司、ST 科龙公司，企业管理者没有把自己的主营业务经营好，却总想着搞什么房地产开发、玩什么资本游戏，像这些企业管理者的行为方式才真能反映出管理者根本就没有为投资者的利益着想。

投资者在分析中国的上市企业时，最主要的是看企业的发展方向和目标是否明确，如果一家上市公司能够做到这一点，就算是合格了。实践是检验真理的唯一标准，企业文化和管理者行为方式是否得当最终还是要用企业的业绩水平来证明。





第一节 股票市场的基本常识

投资者可能会发现，在一些证券交易所里写着：“有足够知识准备的投资者，才是真正受保护的投资者。”如果您什么都不懂，就去买股票，谁也保护不了你。

一、股票的价格由股票的价值决定

这是整个股票市场存在的基础，对于这一点，我们已经无须再多说什么了。

二、股票的价格始终围绕着股票的价值上下波动

股票价格就像弹簧一样，当股票的价格处于股票的内在价值附近时，弹簧就处于自然状态；当股票价格被明显低估时，弹簧就处于压缩状态；当股票价格被严重高估时，弹簧就处于拉伸状态。无论弹簧被压缩还是拉伸，都会产生一个回到自然状态的力，而且，被压缩或拉伸的程度越严重，所受到的力也就越大。股票市场也一样，当股票价格暴涨后，超出了股票的内在价值，就一定会暴跌，而且涨得越快，跌得也越快；股票市场经过一段时间的萧条，股票价值被明显低估后，股价也一定会上涨，但不一定是暴涨。

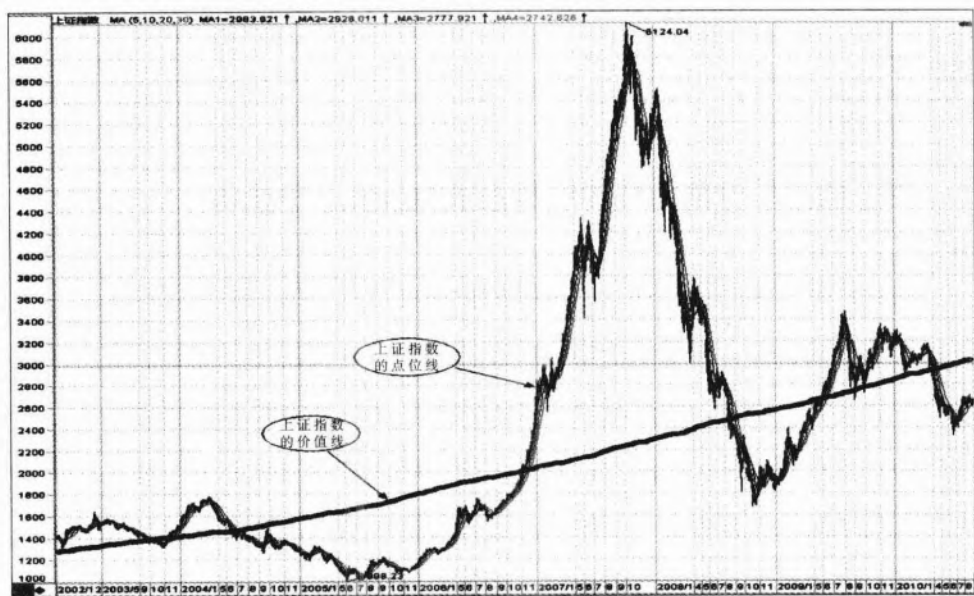
无论股票价格被高估或低估，最终，都会回到股票的内在价值附近。

我们可以分析一下能够体现上海证券交易所全部股票价格变化情况的上证指数在 2003 年至 2010 年的表现。上证综指是以在上海证券交易所全部上

中国股市 价值投资指南

市的股票为样本，以股票发行量为权数，按加权平均法计算。遇新股上市、退市或上市公司增资扩股时，进行相应的修正，以保证指数的连续性，使指数更真实地反映市场的平均收益水平。上证指数的内在价值主要是由企业的业绩水平、净资产等因素决定的，在一定程度上也受通货膨胀因素的影响。上证指数的点位是随着上市企业的发展而上涨。

如图 3-1 所示，在 2003 年时，上证指数的内在价值大致应该在 1300 点附近，这是因为在这一点位水平上，很多有代表性的、有影响力的上市企业的市盈率处于 20 倍附近，能够合理地体现股票的内在价值。也就是说在 2003 年，上证指数处于 1300 点附近时，应该是一个比较合理的水平，所以，在



注 绘制上证指数的价值线是为了体现出整个沪市的内在价值。作者本人通过阅读大量上市公司的年报，对沪市中上市企业的业绩进行观察，估算整个沪市的内在价值应该大致就在图中所绘制的上证指数的价值线附近，上证指数的点位线在围绕着它波动。本图中的上证指数的价值线完全是经过作者个人的判断得出，与其他任何证券机构及个人无关。

图 3-1 上证指数的点位线与价值线的变化关系



2003 年的多数时间内股票价格应该说是比较合理的。到了 2003 年的年底时，股票价格就有些偏高了。

在 2004 年时，随着上市企业的发展，上证指数的内在价值应该在 1400 ~ 1500 点之间。2004 年年初上证指数曾经达到了 1750 点以上，股票价格偏高。随后股票价格就逐渐下跌，到了 2004 年下半年，股票市场的内在价值又被低估了，进入了大熊市。

在 2005 年时，上证指数的内在价值应该在 1600 ~ 1700 点之间，此时的上证指数最低时已经跌破了 1000 点，价值被严重的低估了。

到了 2006 年，上证指数的内在价值应该大概在 1900 ~ 2000 点之间。这一年之所以上证指数的内在价值上升得快一些，是因为很多优秀的上市企业的利润水平在这一年开始大幅提升。在 2006 年的上半年，上证指数走出低谷，逐渐上升至合理的水平，而在 2006 年的年底，市场价格已经显得有些偏高了，逐渐进入了大牛市。

进入 2007 年，上证指数的内在价值应该大概在 2200 ~ 2300 点之间。2007 年上证指数的内在价值上升得较快，是因为有很多大型国有控股企业完成了股份制改制后，在 2007 年上市，提高了上证指数的内在价值，同时，在 2006 年、2007 年中国贸易顺差大幅上升，外汇储备大幅增加，使得货币供应量的增长速度过快，再加上投资过热，国内出现了较高的通货膨胀率，这也对上证指数的上升也产生了影响。很显然，2007 年的中国股市都处于疯狂状态，在这一年的 10 月，上证指数最高曾达到 6124 点，这远远高于它的内在价值，充满了泡沫。市场被严重高估后，一定会暴跌，果然，市场的暴跌、泡沫的破灭却发生在 2008 年 1 月以后，也就是说市场在达到最高点后，顶部依然保持了 2 个月。

在 2008 年，上证指数的内在价值应该大概在 2500 ~ 2600 点。股市的大幅上涨和下跌是具有一定惯性的，当市场从被低估的价格上升时，往往会上

涨到超过它的内在价值的水平上；当市场从被高估的价格下跌时，又往往会跌到低于它的内在价值的水平上，正所谓“峰有多高，谷就有多深”。2008年的中国股市也不例外，到这一年的10月，最低已经跌到了1664点，此时的股票价格和2005年时的股票价格一样都非常低，对于投资者非常有吸引力，都是投资的最佳时机。当然，股市被低估后，也肯定会上涨，回到它合理的价格水平上。这一轮股市的上升发生在2009年的春节后。也就是说，股市在底部徘徊了大约3个月的时间。

到了2009年，上证指数的内在价值大致应该在2700点、2800点附近，超过3000点就有一些偏高了。在2009年上半年的时间里，整个股市都在忙着上涨，来回到它合理的价格水平。但到了下半年，由于股市的上涨是具有惯性的，市场价格却又上涨到了高于它内在价值的水平上，结果到了2009年年底，股市却是在高于它内在价值的3300点的水平上努力挣扎。

进入2010年后，上证指数从3200点开始下跌，到了2010年中期，上证指数已经下跌到2400点以下。可是，上市企业的发展，尤其是中央企业业绩的大幅增长却使得上证指数的内在价值显著提高，2010年上证指数的内在价值应该已经上升到了3000点附近。很明显，上证指数的内在价值又被市场低估了。

说到这儿，您可能会问，上证指数在2003年以前是不是也有它的价值线，当然有！只不过，在2003年以前，中国股市中优秀企业的数量不如2003年以后那样多。

您可能又会有疑问，为什么上证指数的价值线在不断上涨，可我在七八年以前所买的股票，有些没怎么涨，有些股票甚至还下跌了，而有些股票却要比上证指数的价值线上涨得更快呢？这种差异是由企业的业绩水平决定的，有些经营好的企业是“芝麻开花，节节高”，利润水平增长得较快，股价就要比大盘上涨得更快，而有些业绩很差的企业则是“黄鼠狼下耗子，一窝



不如一窝”，股价的下跌也就是很自然的事情了。其实，股市就是在通过一次又一次的下跌和一次又一次的上涨来筛选股票的。

孙悟空的筋斗云翻得再好，也永远不会翻出如来佛的手掌心。无论中国股市的价格是如何变化，也永远不可能脱离股市的内在价值。投资者只要稍加观察中国上市企业的发展，对股票的内在价值做到心中有数，就永远不会在股市中迷失方向，也永远不会被股票市场上所发生的各种现象所迷惑。

三、股票市场的理性与非理性

股票市场在短期内常常是不理性的，但从长期来说却是理性的。由于这个原因，就会造成：你的方法和行为是正确的、合理的，你在购买股票时，股票的价格已经很便宜了（有足够的安全空间），但在短期内，可能股价却没有不涨，你也没有能挣到钱，甚至可能会赔钱；而其他人的方法和行为是错的，他们在购买股票时，股票的价格已经明显过高了，但在短期内，他们可能却赚钱了。但从长期来说，投资者的理性与正确一定会得到市场的肯定。不过，也正是由于市场在短期内常常是不理性的，容易出现被市场低估的股票，反而会为投资者提供良好的投资机会。

第二节 对待股票市场的态度

投资者了解了股票市场的常识，在购买股票、进入股票市场前还应做好心理准备，保持一个正确的态度是很重要的。这样，当股票市场发生波动时，您就不会感到太意外。

一、不要对市场抱有幻想，也不需要去预测它

在股票市场中，当谎言一再被某些预测股市的人重复时，聪明的投资者不会去关心那些谎言，而傻瓜则会相信这将成为事实。

媒体经常会报道一些“有识之士”对于股市今后走势的预测，在任何时候（无论是在2007年的6124点，还是在2008年的1664点），总是有一部分人或机构认为会涨，一部分认为会跌，还有一部分不知道会涨还是会跌，为此他们还能找出理由来证明自己的预测是合理的。

股市里还有一些所谓的“先知”，总是去预测大牛市何时会到来，甚至会告诉他的“信徒”们，自己已经“感应”到股市将会在何时上涨到多少点，不论“感应”的结果是对还是错，却从来没有人为自己的“感应”结果负责。

顺便说一下，这些预测股市的人，不仅是预测股票市场的专家，还积极参加各种预测活动：忙着预测本·拉登何时会被美国特工抓获，太平洋上哪些小岛的火山会爆发，外星人何时会入侵地球……因为在他们看来，本·拉登被抓获、火山的爆发以及外星人的入侵，还有其他五花八门的事情都与股市的变化有着“千丝万缕”的联系，不可不察也！

投资者不应该总是希望市场会像你所希望的那样假想以后的股票市场还会像以前那样变化，比如像2007年、2008年那样暴涨、暴跌的变化，假想中国股市会在某年某月再出现牛市或熊市。中国的股票市场以后还会出现牛市和熊市，这一点是肯定的，但谁也无法知道它会在什么时候发生。

在2008年北京奥运会之前，有很多人都希望中国的股票市场会因为奥运会的举办而保持牛市，可实际上，在北京奥运会举办期间，2008年的8月份，正是中国股市跌得最惨的时候。股票市场的价值是上市公司整体内在价值的体现，是对未来相当长一段时间内企业发展的一种预期，并不会由某一年里的某一项盛会所能决定的，更何况奥运会只在北京一个城市举办。不仅如



此，即使是2008年中国经济的增长速度也没有因为奥运会的举办而大幅提高（经济发展是有它自己的客观规律的）。不过，奥运会确实可以在短时间内对某些行业有利，比如北京的出租车司机很可能在奥运会期间能多拉点活儿、多挣些钱，饮料的销售量也应该有所上升。要说最受益的行业肯定就是倒卖奥运会门票的“黄牛党”了，他们绝对可以靠北京奥运会大赚一笔。所以，今后投资者应该理性一点，不要因为某项盛会的举办而对中国股市再抱有什么幻想。

爱因斯坦有句名言：“想象力比知识更重要。”有想象力是件好事，应该把它用来想象企业是如何经营的，而不要把想象力用在股票市场上。

对于股票市场没有什么太多的想法就是投资者对于中国股票市场最正确的想法。对股票市场有太多的想象力，结果只会毁了你原有的好想法，所以，过多地关注股票市场没有意义。对于一名普通投资者而言，完全可以每隔两三个月才看一次股票价格。如果投资者有时间的话，还不如去看一本金庸的武侠小说；或者去看一部周星驰演的无厘头电影；或者去看一场欧洲冠军杯的足球比赛。再闲得无聊不如去研究一下娱乐圈里的八卦新闻，比如为什么意大利的总理、AC米兰足球俱乐部的老板贝卢斯科尼会挨打，他又说了些什么废话）；为什么“老虎”伍兹会出车祸，他到底有几个女朋友；为什么“外星人”罗纳尔多的体重总是在不断地增加，他究竟有多懒……尽管谈论这些显得很低俗，那也比无休止地去预测股票市场的涨或跌有意义得多。股票价格的变化很简单，只要市场上在做交易，价格不是涨就是跌，要不然就是它停牌了——这样就再好不过了！很多投资者就用不着再为股票价格的波动而操心了。

您可能已经感到，我们在谈论股票的内在价值时、分析企业时，还是一本正经，比较严肃的；而在谈论股票市场时却显得玩世不恭、不屑一顾，非常地无厘头。这是因为，你无须具备预测市场的能力就可以在股市上赚钱。

如果不是这样，彼得·林奇可能一分钱也赚不到（这是他在自己的书中所写的）。那么，投资者应该做些什么呢？约翰·梅纳德·凯恩斯给出了答案：“不要试图弄清楚市场在发生些什么，弄清楚你所要了解的行业并且全神贯注。”还是把你的精力用在分析你感兴趣的行业上吧！那些整天忙着预测市场涨或跌的人，并不一定能赚到钱。如果投资者能够在 20 世纪 90 年代的任意时刻购买了像深发展、万科 A 这样的股票，并且一直持有，在这种情况下，即使不去关心股票市场的涨或跌，不去关心经济形势的变化，不去关心那些投资策略分析师、市场预测者、宏观经济预测者在说些什么，也完全可以取得非常不错的投资收益。

然而，对于一般投资者而言，毕竟还是在股票市场上以市场价格去买入股票的。投资者需要做到的就是合理的看待市场价格，将股票的价值与市场价格进行对比，来大致判断股票的价格是否在合理的范围之内，股票的价值是被市场高估了还是被低估了，市场是过热还是过于萧条，投资者能做到心中有数就可以了。

二、不必为股票市场的短期波动而操心

股票市场只是为投资者购买自己想要的股票提供的一个场所而已，而不是投资者思考问题的场所。股票的价值由企业的发展决定，股票市场不能够决定企业的价值（证券公司的股票除外），对于一名长期投资者而言，市场在短期内的波动也应该是无关的。

沃伦·巴菲特曾经写道：“股票市场是不存在的，它只是一个参考，来检验一下是否有人在做傻事。”彼得·林奇在他的书中也写道：“市场应该是无关的，如果你相信这一点，我写这本书就达到了目的。”他们所要表达的意思是一致的，希望投资者不要去关注股票市场上发生了些什么，不要每天为



股票价格的波动而操心，不应该根据市场价格的变化去思考问题。

有些投资者在持有股票时，当股票价格下跌时，他的心跳会加速，感到恐惧和绝望；当股票价格上涨时，他的血压上涨得比股票上涨的速度还要快，也一样会担心，害怕股票会下跌。无论股价涨或跌，都不知道自己是应该卖出股票还是继续持有。如果卖出股票吧，担心股票卖出后会继续上涨；如果不卖股票吧，又担心股票会突然下跌，感觉进退两难。一边为股票价格的波动提心吊胆，一边还喊着口号要“战胜自己”，因为股票价格的波动而睡不着觉也很正常。还有些投资者手里拿着股票还要去念佛，求佛祖保佑，佛祖听了也心烦，他（佛祖）的规矩其实也多着呢！他也不喜欢既没本事、目光又短浅的投资者，在股票投资这种事上，求佛永远不如求己。

这些对股票价格的波动而感到“怕”的投资者又是什么原因呢？

（1）没有建立正确的投资理念。其实，所有人都有人性的弱点，也都会不同程度地犯错误，有些投资者之所以能够在股票投资上在长期内取得成功，并不是他战胜了自己，而是源自于他拥有正确的投资理念和适合自己的方法。假如把一群人放在沙漠中，能够走出沙漠的人，并不是因为他跑得快，而是因为他有明确的方向，知道应该往哪个方向走，而且能够坚持朝正确的方向前进。而那些没有明确方向的人，跑得再快、再着急也没有用，只能在原地转圈，这个道理和股票投资具有相似之处。

（2）没有真正了解所投资的企业。害怕股票价格波动的原因就在于投资者没有弄明白自己所持的股票内在价值是多少，也就不可能明白股票的价格现在是过高了、过低了，还是处在合理的范围之内，这就像是蒙着眼睛过桥一样，心里面没“底”。

还有些投资者也知道买股票就是在购买企业的一部分权益，但还是会对企业的未来发展感到担心。这就说明投资者还没有真正了解这家企业和企业所在的行业。

对于一只好股票，即使它的股票价格已经上涨了3倍，也依然可以去购买，不要认为股价涨了3倍就会物极必反。企业的发展完全可以使股票的价格再上涨3倍、5倍，甚至更多。所以，投资者不必为股票上涨了10%或30%后是否应该卖掉股票而担心。而对于有些股票，即使它的股价下跌了30%，可能也是被高估的。不要认为它就不会再下跌，因为一家被市场严重高估的企业，股价完全可以再下跌30%，而那些糟糕的企业最后的结果很可能是退市。那么，当投资者卖掉那些股价严重偏高或业绩糟糕的股票时，也就不应该再对它报有什么惋惜之情了。

手里拿着金子，就永远不怕别人说它是石头；而手里拿的要是石头，也不要指望别人说它是金子。尽管在股票市场上确实总会有一些人愿意把石头说成是金子，对于投资者而言，关键是要弄清楚自己手里拿的到底是金子还是石头。

投资者应该具有这样的心理素质：当持有一只业绩出色的好股票时，由于市场的恐慌而造成它的股价下跌了30%甚至更多以后，价值被低估时，投资者不仅要继续持有，而且应该感到高兴才对，因为此时就能以更低的价格去购买它了。

您可能感觉上述这几段话就像是“拗口令”一样，总是正着说过来，又反着说过去的。如果您仔细体会一下，就会感到上述这些问题，都是投资者在投资时经常会遇到的问题，而且在投资者的内心深处也总是会因为这些问题而不断博弈，不断斗争。在您读后这些“拗口令”之后，如果能够有一种如拨云见日、茅塞顿开的感觉，那就太好了。

(3) 心理和情绪受到了别人的影响。人的天性是这样，你教给他什么，他就学什么，人的心理和情绪很容易受到他人的影响。这就像是流行性感冒一样，可以相互“传染”。在股票市场上，不良情绪的“传染”极易使人成为股市中“重病号”。彼得·林奇的话很有意思，他说：“投资的窍门不是要学



着相信别人，而是要约束自己不去理会他们都在说些什么。”看来，如果您不想受到股市中各种不良情绪的影响，在进入股市前，最好先给自己戴上个“口罩”。

投资者应该清楚：股票价格如何波动是股票市场的问题，而不是投资者的问题。投资者的问题在于确定投资哪只股票、以什么样的价格去投资。

要想解决害怕股价波动这个问题并不难，把注意力放在如何去分析企业上，并和股票市场保持一定的距离。如果能做到每两三个月才看一次股票价格，那么，您会感到更加轻松。

三、“有时”应该学会等待

股票投资是一种艺术，在股票市场里学会等待也是一门艺术，在买卖股票时，投资者都需要学会等待。

当投资者找到了自己心仪的股票时，且股票价格又很合理，那么，“该出手时就出手”，根本就无须等到大熊市就可以去投资。可如果股票价格过高，那就一定要等待。

绝对不要在股票价格过高的时候认为股价只会上涨而不会再下跌，担心以后会没有了投资的机会，而匆匆忙忙地以过高的价格去投资。股票市场的常识告诉我们，当整个股票市场过热，股价过高后，经过一段时间，股价必然会下跌，而且由于市场的下跌具有惯性，股价往往会下跌到被低估的价位上。

当投资者找不到适合的投资机会时，就不要勉强去投资，这样就可以避免损失，成功投资最重要的一点就是：

不做没谱的买卖，正所谓“不见兔子，不撒鹰”，兔子总是会出现，投资者一定要有耐心等待它的出现。

俗话说“占便宜没够，吃亏难受”。股市里的人都是这样，所有人都想以尽可能低的价格买到自己想要的东西，恨不得好东西能白送才高兴呢！也都想以尽可能高的价格把东西卖掉。既然大家都想“占便宜”，就要遵守一定的游戏规则才行。对于投资股票而言，这个游戏规则就决定了耐心等待是要有一个“底线”的，因为整个股市是不可能无限下跌的，当然，整个股市也不可能无限地上涨。

当股市从被明显高估的价格上向下跌的过程中，投资者要想以一个比较低的价格买入股票，完全可以等上三个月。因为一般而言，当股市下跌的大趋势已经形成之后，时间短的也要延续五六个月，时间长的甚至会延续一年以上（之所以被称为大趋势就是因为它会延续较长的一段时间）。投资者等了三个月后，如果发现股票价格还是缺乏吸引力，那么就再等一等。当投资者发现股市中有很多优秀企业的股票价格已经只有 10 ~ 12 倍的市盈率时，此时，就已经有了足够的安全空间，完全可以投资了。对于中国的股票市场而言，当股市中有很多优秀企业的股票价格已经只有六七倍的市盈率时（这样低的股票价格只有在 2005 年、2008 年这样的大熊市中才会出现），再去谈论是否见“底”已经没有必要了，以这样的价格去投资已经是非常便宜了，根本就无须再等了。因为股票价格比较合理的范围是市盈率在 18 ~ 25 倍之时。所以，只要投资者能够一直持有股票，日后取得一个非常良好的投资回报率应该是很自然的事情，这也就是为什么 2009 年股市走出低谷时，大多数股票都可以上涨 100% 以上，还有一大堆的股票可以上涨 200% 以上的原因所在。在这种情况下，如果一名投资者所取得的年回报率还没有跑赢大盘，那就太遗憾了。

当整个股票市场上涨时，何时应该卖出股票呢？这可是个难以回答的问题，因为没人能够确定股票市场会上涨到多少点，也不能确定某只股票会涨到多少，谁都难以想象股票市场在何时会突然“变脸”。不过，在股票价格还



没有回升到合理价位之前，投资者最好先不要急于卖出股票，当股票的价格已经明显过高时，投资者可以先卖出一部分股票，持有一定数量的现金，这样会比较安全。

投资者要知道，股票市场上没有十全十美的事，耐心等待只是为了以一个比较低的价格去投资，实现合理投资。没人能够保证你买卖股票时一定是在最低点和最高点；也没有人能保证你买入股票后，股价就会立刻上涨，卖出股票后，股价就会下跌。在股票市场上过于追求完美实际上是一种对股票市场无知或不成熟的表现。所以，投资者无须为股票市场是否已经到了最低点或是最高点而过于操心，也不应该因此而成为股票市场的奴隶。

四、对于长期投资要有信心，但目标也要合理

股票投资是一种长期的行为，如果投资者想要寻找一种能够在短期内可以快速致富的门路，那么就不要去投资股票，买体育彩票是最好的选择，尽管成功的概率确实非常低。凡是购买股票的投资者都应该有用10年以上的时间进行长期投资的心理准备。

有些投资者认为，中国的股票市场不适合投资，投资股票挣不着钱，或者认为股票上涨得太慢，这种过于悲观的想法只能说明他还不了解投资股票的好处，也不了解不去投资的损失（通货膨胀会使货币贬值）。投资者对于投资股票的信心来自于中国经济和中国企业的发展，中国的股票市场从长期来说肯定是会上涨的。所以，当投资者进入股市时，只要当时的价格合理，从长期来说，你就已经赚钱了，只不过要看你有没有耐心等到那一天而已。这和进入赌场赌博绝对不一样，任何一个人在进入赌场时，都已经先输了一部分钱。

有些人认为，股票投资是一项操作性极强的工作，只有具有长期从业经

验的人才能成功，这种说法并不完全正确。经验可能对于像外科手术医生、飞行员、机械师等人员而言应该很重要，但对于股票投资可就另当别论了。

在中国股市中，有很多具有十几年从业经验，并且每天都在和股票市场打交道的证券工作者，可他们当中有相当一部分人都没能从股市中挣到什么钱（可能仅仅是在2006年和2007年大牛市时挣到了一些钱）。您觉得对于这些人而言，十几年都没能挣到钱的经验又能说明些什么呢？他们是不是应该为自己“十几年都没能挣到钱的从业经验”而感到一些惭愧呢？因此，只有在建立了正确的投资理念之后，失败与成功的经历才会使投资者对投资股票有更深刻的认识，并成为一笔宝贵财富。在此之前，还是先不要用什么“十几年的从业经验”来吓唬人吧！

当然，没有人会嘲笑有过失败经历的投资者，那些嘲笑别人失败的人才真的应该被鄙视。在股市中，以前取得成绩的投资者并不能就说明他在以后也同样会继续成功。有些投资者，开始投资时挣了不少的钱，但后来却又都赔进去了；也有一些投资者，开始投资时并不太顺利，但经过一段时间的摸索后，财源就滚滚而来。所以，那些没有挣到钱的投资者根本不必为自己过去的投资经历而感到自卑，而对于那些新入行的投资者而言，尽早置身于其中就是成功的开始。

在投资股票这项游戏当中，处在不同位置的人群都有各自的优势，也会有各自的劣势，总的来说，人人都应该对自己有信心。

信心要有，但是投资者对于投资的收益率也应该制订一个合理的目标，如果这个目标太高的话，容易使投资者急功近利，失去正常的心态和理性，也违背了事物运行的规律，反而无法进行合理投资。有些对投资不太了解的投资者，看到别人在2006年买了股票，结果正赶上2007年的大牛市，获得了好几倍的收益，就认为自己买股票也能复制像2007年中国股市所发生的奇迹，这种认为股票市场可以让投资者快速致富的想法是非常危险的。合理的



目标应该是跑赢大盘，能够做到这一点，就算是成功了，至少不算是失败。

投资者尤其不要和其他投资者进行攀比，不需要在投资的收益率上和别人去争什么第一，也无须关心别人的股票上涨了多少。股票市场上几乎每天都有涨停的股票，您关心得过来吗？投资者一定要按照自己的方式和节奏去投资，不能乱。我们经常可以在体育比赛里（比如足球、篮球比赛）听到：要控制比赛节奏，按自己的方式去进行比赛。如果比赛节奏被对手控制了，被对手牵着鼻子走，已经踢不出属于自己的足球了，那就已经输了。投资股票也是这样，今天听张三的预测，明天信李四的传言，后天又对王二麻子的推荐感兴趣，总认为别人买的股票更好、收益率更高、投资方法更先进，可自己在投资方面却丧失了原则，这要比损失金钱可怕得多。

从长期来说，投资者对于企业的热爱和对于投资的热爱，以及您始终坚持的原则将会帮助您取得成功。

第三节 如何判断股票市场所处的状态

投资者应该如何判断股票市场是被严重高估，充满了泡沫，还是被严重低估，处于萧条状态，还是市场处于合理的状态呢？

我们可以用歌手郑钧的一首歌《商品社会》中的歌词来形容股票市场被严重高估时的情景：“……热热闹闹人们很高兴，欲望在膨胀，你变得越来越忙，物价在飞涨，可我买得更疯狂……”在此时，投资者的欲望和心情不断高涨，难以控制，而且越来越忙，股票交易更加频繁，股价在飞涨，随便一个人都可以告诉你，他选的股票涨了多少倍。证券交易所里的人们也是越来越多，等着开户买股票的人都排成长队，而且还在抱怨说：“证券公司的工作效率太低了，让我等了这么长时间，我选的那只好股票价格又上涨了，

我得少挣多少钱啊……”他是在说废话，因为所有的股票都在上涨，你就不想让它涨，它都会涨。也许你会问，为什么总是在整个股票市场价格被明显高估的情况下，才会有这么多不懂投资的人去开户买股票？这是因为，在股票没有被严重高估时，虽然股价也会上涨，但这些不懂投资的人，还没有被股价的上涨所打动，对股票市场还表现得比较“矜持”。以前只听说股票市场有风险，对于买股票是否能挣钱还持怀疑态度，能够“淡泊名利”。当看到市场这样红火，才意识到买股票居然也能这样快地挣钱，又发现有更多不懂投资的人也都在拥入股票市场时，他自然也就不再“矜持”了，忍不住想去股市里“革命”一下，嘴里还喊着“阿Q”的那句名言“同去”！

如果投资者仔细看看此时的股票价格，你肯定已经很难再在股票市场上找到市盈率低于30倍的股票了（除了银行股以外）。在股票价格被严重高估的情况下，无论如何，投资者一定要小心。因为一只股票的下跌，很可能会像雪崩一样，会出现连续几个跌停板，让你措手不及。在2008年这样的股票有很多，即使是那些业绩优秀的企业，也难以幸免。这样的损失在未来几年甚至更长时间内都无法弥补回来。

当股市处于萧条时，我们可以用柳宗元的一首古诗《江雪》来形容：

千山鸟飞绝，
万径人踪灭。
孤舟蓑笠翁，
独钓寒江雪。

在此时，股市已经进入了冬天，交易所里，除了一些大爷、大妈还在打着扑克牌之外（他们现在似乎更关心的是自己打的扑克牌能不能“升级”，而不再是股票价格能不能上涨了，因为股票的价格已经很久没有实质性的上涨



了),几乎已经没有人再愿意待在交易所里了。证券公司的客户经理也已经暂时下岗了,因为他们现在根本拉不到愿意去开户买股票的客户了。一些“有识之士”在不停地叫嚷:“股票市场怎么了?”“何时才能见底?”甚至有些人会怀疑中国的股票市场的投资价值。虽然这些人平时也会对股票市场的波动大惊小怪,但此时,他们却显得格外沮丧。

如果投资者仔细看看此时的股票价格,你肯定会发现,在股票市场上有很多优秀企业的股票价格,市盈率已经低于10倍,有些股票的总市值甚至已经低于企业的净资产。在此时,无论如何,你都应该去买股票,甚至应该把房子卖掉去买股票。像这样的好机会,一名投资者在一生中如果能把握住三次,绝对可以致富。

当整个股票市场处于合理的范围内时,那些曾经关心过股票的“阿Q”们,已经对“革命”失去了激情。因为他们发现,无论如何“革命”,股票市场也都不会像当初他们希望的那样大幅上涨了。他们一边用“精神胜利法”来进行自我安慰,一边又回到原来的工作岗位过着原有的生活。一些股民一边在争论自己买的股票到底是会上涨还是会下跌,一边又在关注自己买的体育彩票能不能中奖,看一看到底是自己买的体育彩票能挣钱,还是股票能挣钱。对于这些人而言,他们这一辈子都不可能真正弄清楚买股票和买体育彩票有什么区别,反正买什么“票”都一样挣不着钱,还都一样要给国家交税。那些经常在媒体上发表预测的“有识之士”,每个交易日也还在不停地预测股票市场的涨或跌,只不过无论他们如何预测,市场的波动始终在一定的范围之内,整个市场涨或跌都不会有太大的变化。

投资者此时再仔细看看股票的价格,会发现很多优秀企业股票的市盈率都在18~25倍附近波动,但这并不意味着单只股票也一定处于合理的范围内,某些股票依然可能被市场高估,这是很正常的。而具有投资价值的股票也有,此时,投资者当然也可以去投资,这就要考验投资者的选股能力了。



第四节 货币政策与股票市场

中央银行的货币政策又与股市有什么关系呢？货币政策会对股市产生什么样的影响呢？央行在执行货币政策时，通常会通过以下三种手段：

(1) 公开市场业务，即买入或卖出国债或央行票据，来调节基础货币的数量。

(2) 调整再贴现率。

(3) 调整法定存款准备金率，这会决定货币乘数。

央行的货币政策是服务于经济发展本身，只有当货币政策制定者认为经济的发展出现了问题时，预计未来的经济增长率、失业率、通货膨胀率不能够实现理想目标时，央行才会出台比较强硬的货币政策来应对不利局面。

当央行认为经济发展过热，需要抑制或是防止通货膨胀的快速上升时，会执行从紧的货币政策，控制货币供应量 M2 的增长速度，目的是希望投资者先控制一下投资的热情，不要过于乐观。此时，大家就会从媒体上听到央行开始上调法定存款准备金率了。当央行连续多次上调法定存款准备金率时，货币供应量 M2 的增长速度就会明显放慢，货币的需求量就会大于货币的供应量，利率水平也会相应上升，流入股票市场的钱“应该”会减少，资金量少了，股价可能会下跌。在2007年时，央行为了抑制通货膨胀的快速升高，而连续多次上调法定存款准备金率，这确实会对股票市场有一定的影响。然而，中国的股市在2008年的暴跌，根本原因是市场价格严重高于股票的内在价值，暴跌是必然结果，绝对不要认为是央行的货币政策而造成股市暴跌的。

当央行认为经济发展处于萧条，需要刺激经济增长时，会执行宽松的货



币政策，刺激货币供应量M2的增长速度，目的是希望投资者更多地去投资。此时，大家就会从媒体上听到，央行开始下调法定存款准备金率了。当央行连续多次下调法定存款准备金率时，货币供应量M2的增长速度就会明显增加，利率水平也会相应下降，流入股票市场的钱“应该”会增多，资金量多了，股价可能会上涨。在2008年年底次贷危机爆发后，中国政府为了应对全球性经济危机，执行适度宽松的货币政策，央行连续多次下调法定存款准备金率，而中国股市在2009年大涨的根本原因是股票的内在价值被市场严重低估了，股市的上升是必然的，货币政策只是在股市走出低谷时起到了推动作用而已。

投资者只要知道，央行在执行货币政策时，就是在给投资者发信号，告诉投资者现在的经济发展遇到了什么问题，未来的经济政策是什么样。

对于股票投资者而言，当法定存款准备金率或利率连续升高时，应该看看股票市场是否真得过热了，可以适当地考虑把钱存在银行，避免损失；当法定存款准备金率或利率连续降低时，应该看看此时的股票价格是否具有吸引力，可以适当地考虑把钱投资于股票，来获得更高的收益。

投资者也许会问，如果货币政策的制定者在制定货币政策时出现了错误怎么办？应该说，自从“凯恩斯革命”之后，随着经济理论不断发展，现在的经济学家已经越来越聪明了，尽管有时他们也会对如何运用货币政策而争论不休。所以说，投资股票归根结底还是要靠投资者自己，而不是什么金融专家或经济学家。

由于有很多投资者没有学过经济学方面的知识，他们总是对于货币政策会对股市产生什么样的影响抱有好奇心。因此，本节向投资者介绍了货币政策的知识，目的只是为了给这些投资者补充一下知识上的空缺，使投资者不再对货币政策感到神秘和困惑。关于货币政策，有以下几点要特别强调：

(1) 货币政策针对的是经济发展本身，并不针对股票市场，投资者不要



天真地认为政府的货币政策就是为了改变股市的状况而制定的，股票市场的价格变化只是在一定程度上受到货币政策的影响罢了。

(2) 单只股票的价格变化不能根据货币政策去预测。

(3) 挑选股票更是与货币政策无关。

(4) 投资者无须具备预测货币政策的知识也一样可以实现成功投资。在中国有许许多多的经济学、金融方面的专家、教授，他们对于经济形势的走势和货币政策的理解程度都要比普通投资者深刻得多，可在他们当中却极少有成功的投资者。所以，预测货币政策与实现成功投资根本就不能画等号，投资者还是应该把精力用在如何挑选出一只好的股票上吧！

第五节 市盈率可以解密何时买卖股票

投资者买卖股票就是要低买、高卖，而衡量股票价格最常用的指标就是股票的市盈率。市盈率可以帮助投资者判断整个市场是否过热还是处于萧条；单只股票是被市场低估了，应该买入；还是被市场高估了，应该卖出。我们大致分析一下如何看待处于不同行业和处在不同发展阶段企业的股票的市盈率。

对于机械设备、汽车制造业、煤炭采掘业、水泥行业、建筑和工程行业，因为它们都具有一定的成长性，所以，这些行业内优秀企业的股票市盈率比较合理的范围是在 18 ~ 25 倍之间。当市盈率低于 15 倍时，就有些偏低了，一般只有在熊市下才会出现低于 10 倍市盈率的情况，此时就应该买入。如果市盈率高于 25 倍，就有些偏高了，高于 30 倍市盈率，就可以考虑卖出。

对于证券行业、电气设备制造业、医药行业这三个发展前景都比较乐观的行业，股票市盈率比较合理的范围是在 20 ~ 30 倍之间。当市盈率低于 18



倍时，就有些偏低了，就可以考虑买入；如果市盈率高于35倍，就有些偏高了，高于40倍市盈率，就可以考虑卖出。对于电气设备制造业、医药行业来说，40倍、50倍的市盈率是很常见，这并不意味着它的股价一定会快速下跌。但是，如果企业不能实现快速发展的话，投资者是很难获得理想的投资回报的。证券行业具有周期性和波动性，证券公司在某个年度的净利润是由股票市场的火热与萧条决定的，所以在计算市盈率时所用的净利润应该把这一因素考虑在内，估值时应该保守一些。

对高速公路运输业、空港和港口业以及电力行业，由于它们成长性相对较差，所以，这些行业内股票市盈率比较合理的范围是在15 ~ 20倍之间，当市盈率低于12倍时，就有些偏低了，如果市盈率低于了10倍，就可以考虑买入，一般来说这几个行业内的股票都不会上涨得太快；如果市盈率高于25倍，就有些偏高了，可以考虑卖出。

对于银行业的股票市盈率比较合理的范围是在10 ~ 15倍之间，当市盈率低于10倍时，就已经具有吸引力，如果低于8倍的市盈率，就应该买入，因为投资股价极低的大型商业银行的股票，几乎可以被看做是一桩没有任何风险的买卖。国内商业银行的市盈率如果出现了高于15倍的情况，一般都是些规模较小的银行。

钢铁行业企业的利润受铁矿石价格和钢铁价格的影响比较大，对于盈利能力较强的钢铁企业，其股票市盈率比较合理的范围是在12 ~ 18倍之间，当市盈率低于10倍时，就已经具有吸引力，如果低于8倍的市盈率，就可以考虑买入。如果市盈率高于20倍，就有些偏高了，可以考虑卖出。对于业绩暂时低迷的钢铁企业，可能市盈率会很高，但随着铁矿石的价格和钢铁价格的变化，企业又可以实现大幅盈利，这种拥有庞大的净资产的钢铁企业，当它的市净率等于或小于1时，也可以考虑投资。

像电子行业、高科技行业、生物科技行业等，仅仅用市盈率去判断它们

的股票价格会遇到一定障碍，一方面，因为这些行业内股票的内在价值不确定性太高了；另一方面，这些行业中的很多企业根本就没有利润，也就没有市盈率，即使有利润，市盈率也会很高，所以，用市盈率去判断这些行业内股票的价格就比较困难。另外，这些行业的企业净资产都不会像钢铁企业那样庞大，这就使得股票的市净率一般也很高。对这些行业的企业进行投资确实是一件不太容易的事情。

关于股票的市盈率，一定要考虑到单个企业的财务状况、发展前景、成长速度以及其他一些因素，综合在一起分析。

在同一行业中，企业的规模和市值比较小，而且成长性强的股票，股票的价格肯定会更高一些。有时即使是以超过 30 倍市盈率的价格去购买股票，如果企业真的在高速成长，几年以后，依然会有不错的收益率。而对于企业的规模和市值比较庞大，而且成长又慢，甚至是企业的业务处于萎缩过程的股票，股票的价格肯定会更低。像这样企业的股票，有时，即使是以 18 倍的市盈率去购买它（价格看似比较合理），几年之后，也一样难以有所回报，比如宝钢股份。所以，对于处于成熟期的大企业应该少付一些钱。从这一角度上说，股票市场对于规模较小企业的股票价格预期要高一些。

我们可以看看星马汽车这只小股票的表现，您就有所体会了。

投资者如果仔细观察，就可以在马路上看到印有“星马汽车”字样的混凝土搅拌车在跑来跑去，这就是星马汽车公司所生产的产品。星马汽车公司作为一家专用汽车制造企业，它的混凝土搅拌车和散装水泥车产品在国内一直能够保持稳定的市场份额，市场地位显著。在 2008 年，该公司的营业收入是 18.76 亿元，净利润是 2267 万元，股本总额是 1.87 亿股，股东权益是 4.86 亿元，净资产收益率只有 4.66%，比较低。而星马汽车公司的股票价格在 2008 年 11 月初低时甚至低于每股 3 元，总市值只有 5.6 亿元，当时的市盈率是 24.7 倍。尽管从表面上看，星马汽车公司股票市盈率并不算很



低，但市净率却只有1.15倍。想一想，难道像星马汽车公司这样的企业就只值5.6亿元吗？2009年当股票市场走出低谷时，它的股票价格大幅上涨，到了2010年4月，星马汽车公司的股票价格已经达到了每股22.97元，如图3-2所示，一年多的时间，上涨了660%。规模小，涨得也就更快，那些主营业务清晰且股票总市值在5亿到50亿元之间的小股票，确实很值得投资者关注。

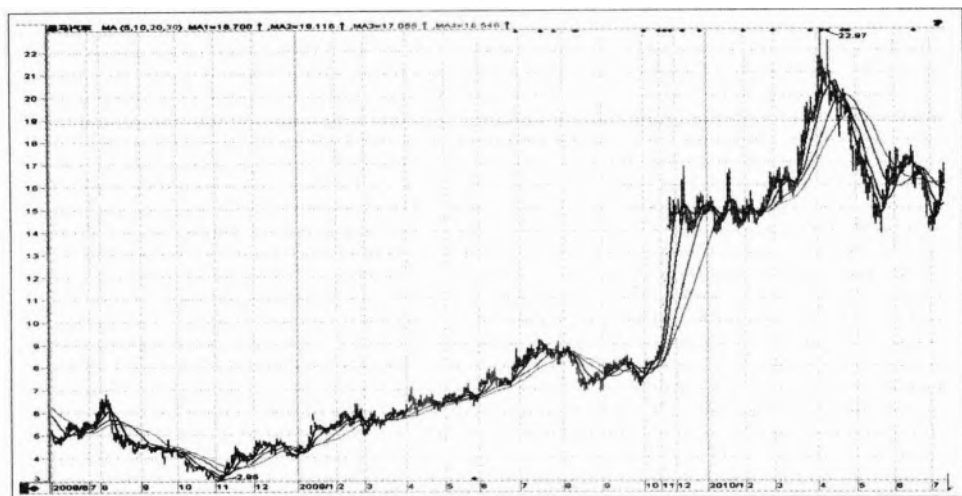
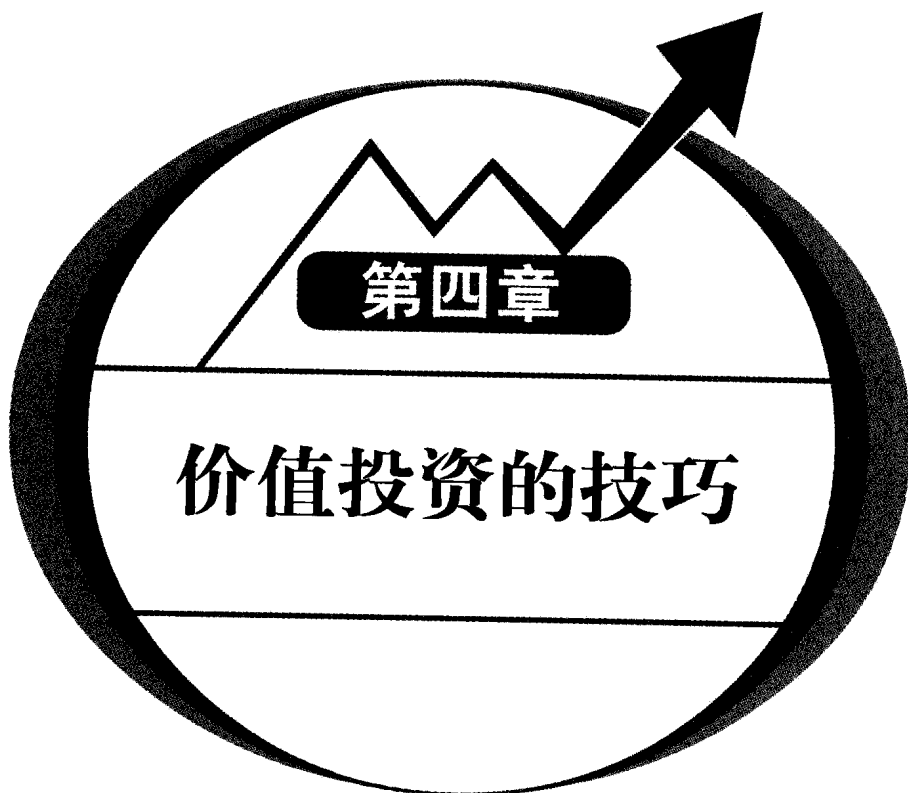


图 3-2 星马汽车 2008~2010 年股票价格走势





第一节 如何看待机会

大家经常可以在《新闻联播》节目中听到“……要抓住历史发展的大好机遇，把企业做大、做强……”这样的口号。一家企业、一个行业的发展不是某几天、几个星期、几个月的事情，需要十年、二十年的时间。即使对于一些周期性行业，行业的一个周期至少也需要 3 到 5 年的时间。股票的上涨是在某些行业大发展的环境下了发生的，比如汽车行业、家电行业、机械制造业、建筑和工程行业等。投资股票就是要抓住这个历史机遇买入股票，错过了，企业的股票价格涨上去了，再买股票就难以获得回报。所以，中国的投资者应该感谢自己所处的这个时代，感谢中国经济发展的良好环境。好好想一想中国改革开放这三十年，发生多少翻天覆地的变化，有多少上市公司都实现了成功发展，创造了多少财富，而且投资者自己又把握住些什么呢？今后中国的经济依然会发展，依然会有很多的行业和企业从中受益。然而，适合投资的行业、企业和以前适合投资的行业、企业肯定不会完全一样，这一点非常重要，因为成功投资的关键就是要寻找经济的增长点，无论是新的或是老的。投资者必须要珍惜自己所遇到的机会，既要有耐心等待对待股票价格的变化，也要有紧迫感。无论是对于企业和行业的发展，还是对于股票市场，应该向前看而不只是向后看。

我们可以看看美国股市的发展过程：道·琼斯指数从 1964 年 12 月 31 日的 874 点，经过了 17 年的发展，到 1981 年 12 月 31 日仍为 875 点。而在接下来的 17 年，到了 1998 年年底，道·琼斯指数则达到了 9181 点，增长了 10.5 倍。显然，这个 17 年是投资者赚钱的最好时机，如果投资者错过了这个机会，又发生了些什么呢？从 1998 年到 2009 年年底，经历了网络股泡沫

和次贷危机，到 2009 年 12 月 31 日，道·琼斯指数为 10428 点，这 11 年的时间，只上涨了 13.58%。

如果投资者不能从一个上涨 10.5 倍的市场把握住机会，而要想从一个只上涨 13.58% 的市场中挣钱，那肯定要难得多。

在中国，有很多企业从小发展壮大，股票总市值从只有几亿元、十几亿元，经过十几年的发展，已经达到四五百亿元，增长了 20 倍以上，可今后再想让它取得像过去那样的回报率，恐怕就会受到市场需求量的制约。比如中集集团公司，它所产生的集装箱在全球市场的占有率在 2008 年时已达到 55%，想要进一步扩张自然困难得多，更不要说再上涨 20 倍了。正所谓“巧妇难做无米之炊”，如果找到快速成长的企业，再好的投资者也难以取得较高的投资回报率。

机会一旦错过，就只能成为历史。用一句俗语来形容：“过了这个村儿，就没这个店儿了。”投资者应该从成功企业过去的发展中总结经验，为把握以后的投资机会做好准备。

第二节 笨小孩理论

所谓“笨小孩”理论，有两层含义：

(1) 投资者应该把自己当成是“笨小孩”，要承认自己的能力是有限的，只在自己力所能及的范围之内去投资，尽管这些股票所处的行业可能并不时尚。

建立自己的原则、坚持自己的原则是笨小孩的最大特点，他能禁得住诱惑，不会因为看到自己不了解的股票的股价大幅上涨，而改变自己的原则，更不会因为看到别人一时的成功而放弃自己的原则。由于他比较笨，所以，



对于市场的短期波动，涨或跌反应迟缓，对股票市场没有什么太多的想法，更不会对股票市场抱有幻想，也不幻想某些业绩很差的企业会突然转好或是被收购，股价暴涨。因为他反应慢，所以，不做短期交易，只做中长期投资，在投资方面也就没有什么绝招可言。尽管本章的章名叫做“价值投资的技巧”，可实际上，用笨拙而且懒散的方法去投资本身就是一种“技巧”，只要投资者不弄巧成拙就行。而那些所谓“聪明”的投资者，对股票市场的短期波动反应敏感，对于预测市场情有独钟，甚至试图去操纵市场。和笨小孩相比，他们根本就没有原则。正是这些所谓“聪明”的投资者制造了一个又一个的经济泡沫，导演了一次又一次的经济危机。

彼得·林奇对投资低速增长的行业情有独钟，例如生产塑料小刀和叉子的公司，也许他还生活在石器时代。而沃伦·巴菲特则是最有名的技术厌恶者，他似乎得了电脑恐惧症，根本不像一个金融工作者。他们都通过很“笨”的方法，投资那些传统的、业务很容易让投资者理解的行业，累积了大量财富。优秀的投资者能够实现持续的、良好的投资回报，不是因为他们跑得快，只是因为他们走得稳。

在中国有一些所谓“聪明”的投资分析师，他们不仅对股票市场会如何变化拥有丰富的想象力，而且喜欢搞一些炒股软件，或是提出一些花样繁多、变幻莫测的投资策略。如果炒股软件真的可以预测到股票价格在何时会达到最高点和最低点，能够保证投资者投资股票时只赚不赔的话，那么，卖炒股软件的人就不应该傻到再去卖软件了，因为他只需要依靠炒股软件去买卖股票就可以成为亿万富翁了，此时，也就不会再有什么基金经理了，投资者都去进行软件开发就可以从股市中挣钱了。

如果投资者在市场面前把自己当成是“笨小孩”，随着时间的推移，你肯定会发现在某些时候，市场会比你更笨，从而使你受益。如果投资者总是希望自己比市场更“聪明”，那么，市场随时都有可能比你更“聪明”，从而惩

罚你。

(2) 投资者所投资的企业也应该很“笨”。企业管理者的经营理念很“笨”，管理者似乎具有一种“偏执狂”的个性，要比别人更加耐得住寂寞，能以一种现实的态度去解决企业在发展中所遇到的问题，清楚自己企业和所处行业的特点，定位明确，具有方向感，始终能够把企业的命运掌握在自己手里。“笨”并不意味着企业发展慢，这种企业往往可以成为自己所在行业内的领军者。

由于企业管理者的经营理念很“笨”，很憨厚，所以，企业对于股东的态度很诚实，不会对股东耍花招，没有那些花哨的想法和行为。这种诚实和“笨”不仅仅对股东，对客户和员工也同样如此，已经形成了一种行为准则，这是企业文化的一部分。比如汽车行业里的江铃汽车公司（江铃汽车公司的股票价格从2005年到2010年上涨了7倍）、一汽轿车公司，家电行业里的格力电器公司、青岛海尔公司，机械制造行业里的柳工公司（柳工公司的股票价格从2002年到2010年上涨了8倍）、潍柴动力公司（潍柴动力公司的股价从2008年年底的每股20元，上涨到2010年年底的每股120元，上涨了6倍），医药行业里的云南白药公司等都属于这种企业，它们的股票价格都在行业内表现很突出。

相反，有些所谓“聪明”的企业，由于企业管理者很“聪明”，所以，对股东耍起花招来手段也很多，对客户和员工也同样如此，而且让你防不胜防，这也是一种企业文化和管理者的行为方式。投资者肯定不希望把自己的钱交给这种企业去管理，但是，那些所谓“聪明”的投资者却是在寻找这样的企业，因为这种企业的股票往往容易被市场炒作，很对他们的胃口，可以说是“臭味相投”。比如在*ST春兰公司2008年的年报中显示，该企业的股票在股票市场上总是被披露“股票交易异常波动”，还有像银广夏公司、ST科龙公司都曾因为欺骗投资者，使企业的管理者以及为企业出具审计意见的



会计师事务所身败名裂。

有一种真正聪明的企业，是真正意义上的明星企业。企业的成长速度惊人，可以在较短时间内，从一家看似普通的企业变为行业中的领头羊，三一重工公司、苏宁电器公司就是这种类型企业的代表。我们在第五章介绍苏宁电器公司时，您就会看到，苏宁电器公司在2000年以前还是一家名不见经传的小企业。经过几年的发展转变，它已经成为全国家电连锁业的龙头企业，苏宁电器公司的股价也是中小板块中上涨最快的。对于优秀企业的管理水平可以用“卓越”去形容，而对于投资者的投资行为却只能用“合理”来形容。

聪明的小孩很厉害，而笨小孩也很可爱。投资者只要把自己当成是“笨小孩”去寻找那种“笨”的企业，这种“笨”企业就完全可以使投资者成功。

第三节 奥运会夺金理论

从1984年洛杉矶奥运会上徐海峰为中国夺得第一枚奥运会金牌后，中国奥运健儿在奥运会上就不断取得佳绩，获得的金牌数量也在不断增加。在2008年北京奥运会上，中国体育代表团一共获得了51枚金牌，成为本届奥运会上获得金牌数最多的国家。

如果仔细观察，大家肯定会发现，从1984年到2008年的7届奥运会中，中国体育代表团所获得的金牌往往集中在某些项目上，比如乒乓球、跳水、举重、体操、射击、羽毛球等项目。这些项目是中国的优势项目，在其中一些项目上中国队一直表现得非常稳定。这一点非常重要，因为稳定性和确定性是中国体育代表团取得优异成绩的保障。在一些项目上，中国的竞争优势，不仅是某一名运动员，而是一批运动员，甚至是几代运动员都有优势。

比如在跳水项目上，高敏、伏明霞、郭晶晶都是跳水女皇；在体操项目上，李宁、李小双都是体操王子；在射击项目上，徐海峰、王义夫也都是神枪手；在乒乓球项目上，不论男女运动员都具有绝对的统治力，邓亚平、张怡宁、王涛、刘国梁等，即使不说，大家也都知道，在某些乒乓球小项目上的决赛都是在中国运动员之间进行的，是中国体表队的内战。然而，在某些项目上，中国队以前没有拿过金牌，以后恐怕也拿不了金牌，比如在某些田径项目上，男子100米、200米、400米、男子足球等。这些项目是中国劣势项目，尽管大家都希望能够在这些项目上有所突破，但理性也会告诉我们想在这些项目上拿金牌几乎不可能。想要让中国男子足球队拿奥运会金牌就像让巴西或阿根廷的乒乓球运动员击败中国的乒乓球运动员，拿到乒乓球项目的金牌一样难。在男子110米栏项目上，刘翔是中国运动健儿的骄傲，他在中国男子田径项目上取得了历史性的突破，但是在男子田径项目上只有他一个人是世界顶尖运动员，并不能代表以后中国男子田径队就会在该项目上占有优势，并不能从根本上改变中国男子田径项目上整体落后的现状。

企业为投资者提供的资本回报率和中国在奥运会上夺金的情况非常相似。资本回报率高的企业往往就集中在某些行业。当然，也不是说在这个行业内的所有企业都很优秀，只是说这个行业容易出现一些优秀的企业，比如银行业、酿酒行业、机械制造业、煤炭采掘业等。

而在另外某些行业，整个行业内的大多数企业的资本回报率都很差，出现*ST企业的概率特别高，电子行业就是这样，类似于中国足球和一些田径项目。还有一些行业，企业的利润水平波动特别大，比如有色金属行业的中国铝业公司就是最有代表性企业。这类企业受国际市场价格影响极大，给这种企业估值会很困难。当市场环境好时，这些企业的利润水平极高；相反，当市场环境发生变化时，利润水平会大幅下降。这种行业的企业确实有价值，但不稳定。如果在这种企业的利润水平高时，花了很高的价格去买它的



股票，一旦国际市场不景气，企业的利润大幅下降，投资者就会为过高的期望值付出代价，对这种企业的估值必须要保守一些。

投资者在投资时，肯定希望以一个合理的甚至是被低估的价格去购买中国乒乓球队或跳水队的股票，肯定不希望以一个被高估的价格去购买中国男子足球队的股票。而对于某些波动性较大、不确定性较高项目的股票，只有当其股票价格严重被市场低估时才可以买入。

另外，不同国家体育代表队的优势项目也不同，中国队、美国队、俄罗斯队各自的优势项目就不同。与此类似，在美国适合投资的行业 and 在中国适合投资的行业也有所差异，因此，投资要因地制宜。

中国股市有一个特点，那就是当整个股市上涨时，几乎所有股票的价格都会上涨，当整个股市暴跌时，几乎所有股票的价格都会下跌。但是，在某些对投资者有利的行业中，从长期来说，行业内可以出现一些好企业，其股票价格能够在 10 年的时间里上涨 10 倍以上，比如家电行业、酿酒行业、机械制造行业、医药行业、证券业、水泥行业等都是如此。而在某些对投资者不太有利的行业中，行业内企业的股票价格普遍上涨得很慢，无论是中期还是长期，股票价格的变化很多都要落后于大盘，甚至还会下跌，比如钢铁行业、火力发电行业、高速公路运输业、航空运输业、造纸行业等。

奥运会夺金理论就是要告诉投资者：能够持续、稳定有利于投资者的股票往往就集中在某些行业，投资者应该把专注力集中在这些行业内，研究该行业内的某几家企业，进行比较，并以合理的价格去投资。从中长期角度上说，对于投资者的回报会是稳定的，甚至是确定的，也就尽可能避免了风险。在这种情况下，投资那些业绩很差，发展前景很暗淡的行业和企业就没有必要了，投资这种（业绩很差的）股票才是真正的风险，您想想，买中国男子田径队的股票能没风险吗？

奥运会夺金理论还可以决定投资者的投资组合。如果把乒乓球项目、跳



水项目、举重项目、体操项目构成一个组合，无论是集中投资还是分散投资，只要价格合理，效果都会不错；如果把男子足球和某些田径项目构成一个组合，无论是集中投资还是分散投资，结果都会很糟糕。所以，投资组合也要从对投资者有利的行业中挑选。

第四节 集中投资还是分散投资

决定集中投资还是分散投资的关键因素在于确定性，在于投资者是否真正了解企业的经营状况和发展前景。

人们总是在争论到底是把所有鸡蛋放在一个篮子里，照顾好它，还是把鸡蛋分散放到不同篮子中才会更安全。其实，并不是把鸡蛋放到篮子后再去照顾它，而是先要弄清楚哪个篮子在未来是安全的，再将鸡蛋放入，之后，就不需要去过多地照顾它（过多地关注股票的涨与跌并不是正确的选择）。问题的关键就在于投资者如何确定哪些篮子在未来是安全的，如果投资者只能判断清楚一个篮子是安全的，那就把所有的鸡蛋放入一个篮子中；如果投资者认为有好几个篮子都是安全的，那么无论是把鸡蛋集中放入其中任何一个篮子，还是分散放入几个篮子，都可以，这些都取决于投资者的理解力。但是，在投资者没有弄清楚哪些篮子是安全的之前，鸡蛋不能乱放。那种认为没有研究清楚篮子是否安全，只是把鸡蛋分散放在不同的篮子中就可以避免风险的想法是不明智的。

我们所有人都生活在地球上，这就相当于把所有的鸡蛋都放在一个篮子里一样，大家都很安全，还没听说过有什么其他星球能够 and 地球一样适合人类居住。很多企业家在创业时，不仅把自己的资金都集中投入到自己的企业中去，也把毕生的精力投入到自己的企业中。其实，他们都是成功的集中投



资者，比如青岛海尔公司的张瑞敏、三一重工公司的梁稳根、苏宁电器公司的张近东……

对于个人投资者而言，最大的劣势就在于很少有机会近距离接触企业，参观企业的总部，与企业的管理者交谈，这确实不利于个人投资者判断企业经营状况，从这一角度上讲，机构投资者也许更应该集中投资。

既然个人投资者分析企业的水平还没有那么高，那么，就没有必要只买一只股票。中国股市中有不少优秀的企业，进行适度分散投资也是很好的选择，如果投资的股票品种过多会分散您的注意力。个人投资者在分散投资时持有 4 ~ 10 只股票为宜，挑选您最了解且股价最便宜的股票买。

集中投资和分散投资应该说是互补的。如果将全部的资金只用来购买一只股票，由于市场在短期内是不确定的，单只股票的股价确实有可能在一两年之内都没有明显上升，这样会降低投资者在一两年内的投资收益率，而分散投资就可以弥补这种不足。在持有几只股票的情况下，其中有 1 ~ 2 只表现良好就可以大大提高投资收益率。不过，如果投资者购买的是云南白药、苏宁电器这样的大牛股，那么，把所有的资金都用来购买一只股票所获得的收益将会是无与伦比的。

投资组合的形成，也取决于股市的状态。当市场处于熊市时，会有很多投资机会；当市场处于牛市时，几乎找不到投资机会，尤其是在市场已经疯狂时，把所有的股票都卖掉才是理性的选择，这也就无法形成投资组合。不管是集中投资还是分散投资，只要投资者购买股票的时机适合，都可以获得不错的收益。如果购买股票的时机不当，非要在 2007 年上证指数处于五六千点时“稀里糊涂”地去投资，不管是分散投资还是集中投资，亏损都将不可避免。

总之，投资者能持有自己喜欢的股票就是一种幸福。

第五节 好股票就在你身边

一切以人为本。企业是在为人服务的，只要有人的地方，就会有需求，也就会有企业。投资者如果能够细心观察，就能找到好股票，它就在你身边。

我们总是拿格力电器公司、美的电器公司、青岛海尔公司来举例子（您可能早已经厌烦了），目的就是想要告诉大家，您身边的这些耳熟能详的企业可能就是最适合投资者的好股票。

如果您在2006年以前的任何时候购买格力空调时，也购买了格力电器公司的股票；在购买美的系列的家电产品时，也购买了美的公司股票；在购买海尔冰箱时，也购买了青岛海尔公司的股票，并且持有到2010年以后，那么这些电器简直就是白送的。

在购买电器时，您要去电器商场，您应想到苏宁电器公司。

在开“马自达6”牌汽车时，您也应该想到它的制造商一汽轿车。

如果您是在买贵州茅台酒去送礼，那么，更应该把贵州茅台公司的股票也一起送过去，因为，贵州茅台公司股价的疯狂上涨肯定会让收礼者更加心喜，这比茅台酒的芳香更让人回味。

在您吃着双汇火腿、喝着青岛啤酒时，别忘了双汇发展公司（双汇发展公司的股价从2002年到2010年上涨了8倍）和青岛啤酒公司也都发展得不错。

云南白药是很多家庭必备常用药品，投资者有没有想到云南白药公司的股票价格上涨了180倍呢？

还有，您与其把钱存在银行吃利息，不如去买银行的股票。目前上市的大多数银行都不错，政府对它们的监管可以保护投资者的利益。深发展银行



这家最早上市的银行，尽管它在银行业的业绩水平并不算是最优秀的，可经过二十年的发展，它对投资者的回报是被公认的。我们已经介绍过的招商银行，它的股价也上涨得不错。

最后，您在通过证券公司购买股票时，证券公司在为您提供服务、收取您的佣金的时候，就是在增加证券公司的内在价值。“肥水不流外人田”，仔细分析一下，也许就是为您服务的这家证券公司的股票就是适合您的好股票。投资者在逛商场、买东西、享受美食、娱乐休闲或旅游时，都有可能碰到下一家好的上市公司。

可遗憾的是，当投资者遇到这些好的上市公司时，却未必会买它们的股票。正所谓“距离产生美”，可能是因为这些公司离我们都太近了，缺乏神秘彩色。所以，很多投资者（包括作者本人在内）尽管明明知道这些公司的股票都是好股票，也知道这些股票的股价从长期来说应该会上涨，但还是忍不住要“努力”去寻找那些“更美好”、股价能上涨更快的股票。可是，当您把很多上市公司的业绩查看了一番之后，您会发现，还是原来这些“老掉牙”的股票最值得信任。

第六节 “扭亏为盈”的企业

除了优秀的企业在扩张业务时能使股票价格上涨外，还有一种情况就是企业成功实现了扭亏为盈，从而使企业的价值和股票价格大幅上涨。然而，这种“咸鱼翻身”的企业毕竟是少数，而且往往是具备某种特殊条件的企业，在某种特殊的环境下才会发生，我们可以看看福田汽车公司，它就是一个典型的例子。

福田汽车公司作为一家跨地区、跨行业、跨所有制的国有控股上市公



司，拥有欧曼、欧V，奥铃、传奇、欧马可、风景、蒙派克等多个品牌产品，生产车型涵盖轻型卡车、重型卡车、轻型客车以及大中型客车。为了适应汽车行业的发展趋势，福田汽车积极推进整体经营的国际化战略，公司与德国戴姆勒—克萊斯勒股份公司、德国BOSCH公司、奥地利AVL公司、英国莲花公司以及康明斯有限公司、康明斯（中国）投资有限公司在不同领域签署了战略合作协议，公司的自主品牌、自主知识产权产品的产销量连续多年保持全国第一。2005年福田汽车公司出现了2.97亿元的亏损，分析其原因，一方面是由于汽车的销售收入下降所致；另一方面，是由于企业的财务费用同比增长474%所致。就是在这种情况下，福田汽车公司依然能够在2006年6月16日世界品牌实验室主办的“2006（第三届）世界品牌大会暨中国500最具价值品牌发布会”上，以139.68亿元的品牌价值入选“2005中国500最具价值品牌”，居榜单第42位，并在汽车行业继续保持商用车第一，行业第四的位次，其实力可见一斑。可见，2005年和2006年的低谷只是福田汽车公司暂时遇到的问题。凭借着福田汽车公司自身具有的竞争力和良好根基，能成功翻身，走出困境也就是在情理之中的事情了。

福田汽车公司的股票在2008年11月时，每股价格最低时甚至都低于了3.30元，股本是9.16亿股，总市值只有30.24亿元，股东权益是30.10亿元，2008年的营业收入是300.69亿元，净利润是3.45亿元。对于像福田汽车公司这样有影响力的企业，市盈率只有8.76倍，市净率在1倍左右，销售收入是股票总市值的9.94倍，很显然，它的内在价值被市场严重低估了，2009年福田汽车公司股份的疯狂上涨是理所应当的。到了2010年福田汽车公司的股价已经上涨到每股23元，上涨了近7倍，如图4-1所示，而且企业还在快速发展。

值得注意的是，像*ST春兰公司、*ST夏新公司和ST波导公司，这些企业也处于困境，在行业中也有一定的品牌，为什么却被市场所淘汰了呢？

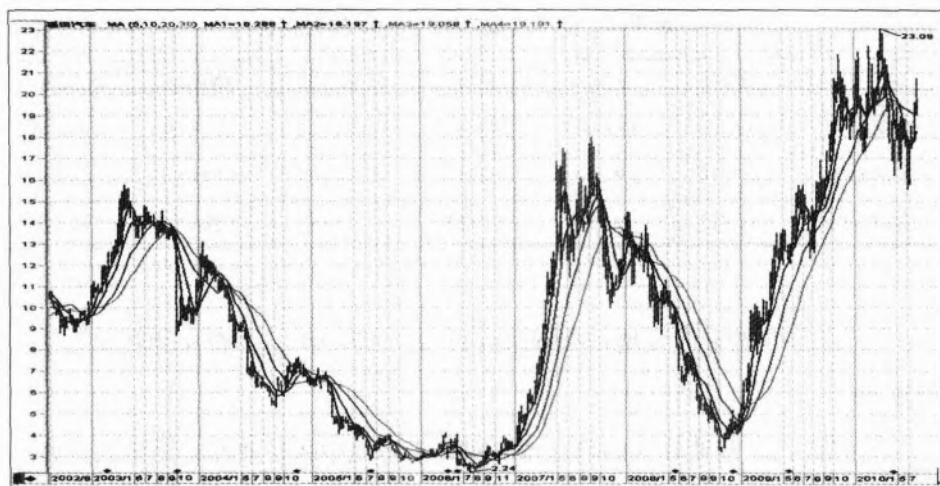


图 4-1 福田汽车 2002~2010 年股票价格走势

福田汽车公司在汽车行业内有自己的品牌、技术、销售渠道，其轻型卡车连续几年销售名列全国第一位，而从账务数据上看，在遇到困难后，2006 年、2007 年和 2009 年福田汽车公司的销售收入又大幅增加，说明企业并没有垮，一直在前进。而 *ST 春兰公司、*ST 夏新公司和 ST 波导公司的销售收入却是一直在下降，已经完全没有了生命力，只能用“苟延残喘”来形容。您可以看到马路上福田汽车的数量在悄然增加，可谁还能再买到夏新手机、波导手机和春兰空调呢？

我们可以从表 4-1 中看到，福田汽车公司在 2006 年、2007 年和 2009 年这三年中，营业收入分别较前一年大幅增加了 31.14%、44.29% 和 49.12%，企业的利润水平也相应地大幅上升。2006 年福田汽车公司扭亏为盈，实现利润 4762 万元；2007 年实现利润 3.88 亿元；2009 年实现利润 10.37 亿元。

在 2005 年，当营业收入下降了 17.67% 的时候，企业出现了 2.97 亿元的亏损。

表 4-1 福田汽车 2004~2009 年利润表

单位：万元

项 目	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
营业收入	4483962	3006983	2786524	1931145	1472536	1788640
营业成本	3982770	2763203	2544566	1784377	1372173	1649405
净利润	103732	34589	38835	4762	-29677	21733

在 2008 年营业收入增长缓慢时（只增长了 7.91%），企业的利润水平停滞不前。

可以看出，营业收入的稳定增长对处于困境中的企业而言是多么重要。同时，营业收入也为我们分析汽车行业公司的股票提供了参考依据。

投资者在寻找股票时，要特别留意那些已经在行业中占有一定市场份额，有一定的影响力和竞争力的企业。企业可能只是由于某种原因，正处于困境中，利润水平并不高甚至可能是亏损，如果这种股票的价格又很低（明显低于同行业中其他股票的价格），已经接近股票的账面价值时（尽管此时这只股票的市盈率会偏高），那么也可以考虑投资。购买这种股票的最好时机是等到企业的销售收入已经明显增长，利润水平已经上升时才去投资，这样做会比较保险。可如果企业的销售收入没有明显增长的迹象，就先放掉这只股票，去寻找其他的投资机会。

第七节 周期型股票

大多数行业和企业的发展都存在一定的周期性，只不过多数行业表现得并不十分强烈。投资者在对这种周期性特征表现并不十分明显的行业投资时，不必过于担心行业的周期性问题。然而，对某些行业，比如有色金属行



业、证券业、船舶运输业、船舶制造业等，周期性却表现得尤为突出。当行业扩张时，销售收入和利润水平大幅上升；而在衰退期时，或市场不景气时，利润水平又会大幅下降，甚至可以在短期（一个季度）之内，由盈利变成巨额亏损。所以，投资者在对这些行业内的股票投资时，应该密切关注行业的变化情况和企业财务数据的变化情况，及时做出调整。接下来，我们就对一些周期性明显的行业进行简单的介绍。

有色金属行业内，企业的业绩水平主要由原材料的价格和金属产品的国内、国际市场价格决定。我们可以分析一下焦作万方公司业绩水平的变化情况，看一看投资者何时应该买入股票，何时应该卖出股票。

焦作万方公司是一家以铝冶炼及加工为主营业务的上市企业，其主要原材料是氧化铝，主导产品是铝锭。

在 2005 年，由于氧化铝和电力价格的上涨幅度超过产品售价的上涨幅度，同时，国家取消铝锭了出口退税政策，增收出口关税，导致焦作万方公司亏损 1.22 亿元，如表 4-2 所示。2005 年 12 月，中国铝业公司成为焦作万方的第一大股东。通过与中国铝业公司的合作，焦作万方公司从此以后将可以获得稳定的氧化铝供应。

表 4-2 焦作万方 2005~2009 年利润表

单位：万元

项 目	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
营业收入	510307	601908	518478	404226	290858
净利润	19316	33274	68369	27572	-12183

在 2006 年，中国铝业公司成为焦作万方公司的控股股东后，公司所需原材料氧化铝能够获得长期稳定的供应，国内铝锭价格又维持在高位，公司收入达到了 40.42 亿元，增加了 39.00%，实现盈利 2.76 亿元。

进入2007年，国内铝市场价格继续维持高位运行，同时，焦作万方公司的合金铝二期工程投产，使产销量同比增加，营业收入达51.85亿元，同比增长27.12%，而原材料氧化铝的价格又同比下降，使得焦作万方公司的利润水平大幅提高，实现了6.84亿元的净利润，同比增长165.89%。

然而，到了2008年，受国际金融风暴、国内经济形势突变影响，国内铝价市场发生了剧烈变动，铝价从2008年9月每吨17000元左右，开始持续下跌至12月最低每吨10000元左右，焦作万方公司前三季度还能实现巨额利润，到第四季经营受到重创，出现大幅亏损。2008年公司的销售收入为60.19亿元，同比增长16.09%，总利润为3.33亿元。

在2009年，政府出台了一系列扩大内需的政策和措施，市场铝价逐步回暖，公司又严格控制各项费用，使企业实现销售收入51.03亿元（相当于2007年的水平），盈利1.93亿元。

我们可以看到随着国内铝市场价格的波动，焦作万方公司的利润从2005年时的亏损1.22亿元，到2007年时巨额盈利6.84亿元，再到2008年第四季度的亏损，最后到2009年只盈利1.93亿元，从低谷到扩张，到衰退，再到恢复，完成了一个周期。

焦作万方公司的股票价格从2008年10月初到2009年1月初的三个月，一直是在每股8、9元的价格附近波动，最低时只有每股不到6元，公司的股本是4.80亿股，市值只有不到30亿元，按2007年6.84亿元的净利润计算，市盈率最低时只有4.21倍。尽管有色金属企业的业绩水平具有较强的周期性，但此时的市场价格真是太便宜了，有足够的安全空间。

到了2010年年初，焦作万方公司的股价已经上涨到每股32元以上，如图4-2所示。投资者并不一定非要最低价去购买股票，在焦作万方公司的股价是每股8、9元时去投资就已经可以了，这还可以获得300%的收益。由于周期性的原因，焦作万方公司在2008年年底进入衰退期，业绩大幅下挫，

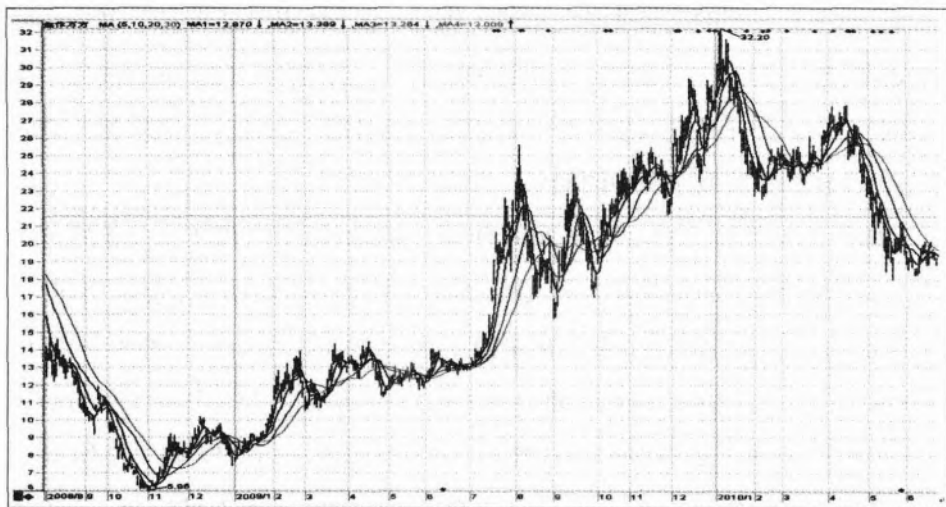


图 4-2 焦作万方 2008~2010 年股票价格走势

焦作万方公司的投资价值也就明显降低了。投资者持有焦作万方公司的股票不宜太长，一年左右的时间最合适。

值得注意的是：对于很多股票来说（包括那些周期性特征不强的股票），股票价格的变化要相对于企业业绩的变化有一定的时滞效应，也就是说企业的业绩上升了，但企业股票价格的上涨却要滞后一段时间，而企业的业绩下降了，企业股票价格的下跌也需要隔上一段时间。

在第二章，我们提到过船舶运输业是否景气，会影响到船舶制造企业的业绩水平。这是因为，船舶制造企业就是在为船运企业造船，当船运业处于扩张期的时候，由于业务的需要，船运企业往往会花更高的价格向船舶制造商订购船只，这样船舶制造企业的利润率就会大幅上升，利润水平也会大幅上升；相反，当船运业不景气时，船运企业的订单数量就会明显减少，同时，订购船只的价格也会有所下降，这就降低了船舶制造商的利润率和利润水平。下面我们就看看广船国际公司在 2004 年至 2009 年业绩水平的变化情况。

广船国际公司的主要业务是造船、钢结构工程和机电产品等，其中造船为公司的核心业务。广船国际公司是中国第一、世界第三的灵便型液化船设计和制造企业，并已进入滚装船、客滚船、半潜船等高技术、高附加值船舶市场。公司的控股股东是中国船舶工业集团公司。

如表 4-3 所示，2004 年至 2007 年是广船国际公司和船舶制造业的扩张期，广船国际公司的主营业务收入从 2004 年的 23.63 亿元，上涨到 2007 年的 59.53 亿元，而公司的净利润更是由 2004 年的 3367 万元，上涨到 2007 年的 9.41 亿元，是 2004 年净利润的 27.94 倍。广船国际公司利润水平的暴涨最主要的原因并不是销售收入的增长，而是公司利润率的大幅上涨所致。2004 年广船国际公司的净利率只有 1.42%，2005 年上升至 3.60%，到了 2006 年上升至 8.84%，到了 2007 年净利率达到了历史最高点 15.80%，广船国际公司 2007 年的利润率是 2004 年时的 11.13 倍。广船国际公司利润率大幅上涨得益于船舶运输行业正处于扩张期，我们分析过在这种情况下，船运企业往往会花更高的价格向船舶制造商订购船只，从而使广船国际这种的船舶制造企业受益。此时（2007 年），波罗的海指数（BDI）一路疯狂上涨，船运企业的利润水平也达到了历史最高点。

表 4-3 广船国际 2004~2009 年利润表

单位：万元

项 目	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
营业收入	655342	698408	595269	332229	272891	236340
净利润	51496	82039	94065	29361	9819	3367
净利率	7.86%	11.75%	15.80%	8.84%	3.60%	1.42%

广船国际公司的股票价格在 2005 年 7 月最低时只有每股 2.21 元，按股本 4.95 亿股计算，此时广船国际公司的总市值只有 11 亿元左右，市盈率只



有11倍。公司的业务在快速扩张，价值明显被低估了。到了2007年10月广船国际公司的股价竟然上涨到每股102元以上，如图4-3所示，两年的时间股价上涨了45倍。虽然2007年中国股市整体是在暴涨，但正是由于广船国际公司在2006年、2007年处于行业周期的扩张期，利润水平的大幅增长，大大增加了股票市场对它的预期，才使广船国际公司的股票价格的上涨速度远远超过了大盘。正是由于这个原因，中国船舶公司的股票价格在这一时期也大幅上涨（中国船舶公司的股票价格在2005年初时只有每股7元，到了2007年时甚至上涨到了每股300元），而像这样高涨的预期却从来没在高速公路运输业、银行业、火力发电行业、钢铁行业中出现过。

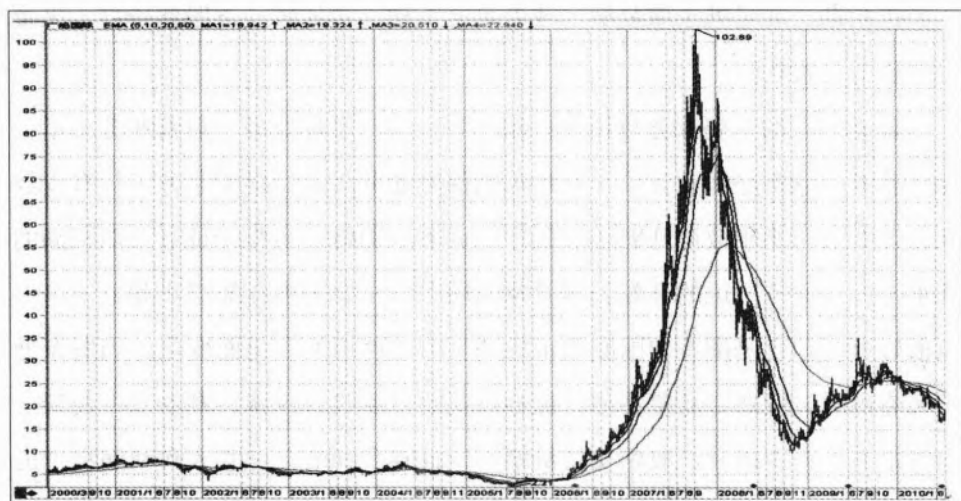


图4-3 广船国际2000~2010年股票价格走势

到了2008年下半年，受国际金融危机和波罗的海指数（BDI）大幅下跌的影响，广船国际公司的净利润和净利率开始下降，进入衰退期。在2008年，尽管公司的主营业务收入为69.84亿元，依然是在增长的，但净利率已经大

幅下降至 11.75%，净利润也下降至 8.20 亿元。到了 2009 年，公司的销售收入为 65.53 亿元，停滞不前，净利率继续下降至 7.86%，净利润也下降至 5.15 亿元。广船国际公司的股票价格也随大盘一路下跌，到了 2008 年 10 月只有每股不到 10 元。这个价格相对于广船国际公司的股票内在价值而言是被低估的。2009 年年底时，广船国际公司的股票价格又上涨至每股 25 元附近，市盈率是在 24 倍左右，应该说这个价格能够比较合理地体现广船国际公司股票的内价值，但是投资的吸引力却并不大。

当投资者要对船舶运输业和船舶制造业这两个行业进行投资时，可以通过观察波罗的海指数（BDI）以及单个船运企业、船舶制造企业的销售收入、毛利率和净利润水平等这些比较直观的数据的变化，就可以判断该行业是进入了扩张期，还是处于恢复期，或者是衰退期，再比较一下股票价格，来决定是否值得投资。

证券公司的主要业务包括：经纪业务、资产管理业务、自营业务、承销保荐业务、融资融券业务等，其中承销保荐业务和融资融券业务（只有少数几家证券公司刚刚取得开展融资融券项业务的资格）占整个证券公司利润的比重不大。我们所说的证券公司股票的周期性主要表现在经纪业务上，这一点很好理解，它是随着中国股票市场的牛市与熊市的变化而变化。当股票处于大熊市时，股票交易量萎缩，证券公司的营业收入锐减，利润水平较低；当股票处于大牛市时，股票交易量暴涨，证券公司的营业收入和利润水平也大幅增加。所以，在 2007 年大牛市的行情下，证券公司的股票被市场热烈追捧，当牛市退去，它们的业绩水平和股价自然会大幅下跌。

然而，值得投资者注意的是证券公司的自营业务，即利用证券公司自有资产去投资股票、债券等有偿证券来获取收益。因为这项业务所产生的利润或亏损具有很强的不确定性。有极个别的证券公司在自营业务上的一次重大损失所造成的亏损额，可能相当于企业经营一两年所产生的净利润。而且投



资者只通过阅读证券公司的年报根本不可能真正了解证券公司的全部业务，这就为投资者评估证券公司的价值造成了很大的障碍。

对于具有周期型特征的股票进行分析，目的并不是要让投资者挖空心思从这些股票上赚钱，而是要让投资者知道周期型股票的危害，不在这种股票上损失金钱。所以，不在周期型行业处于鼎盛时去购它的股票是投资者首先要做的。在对周期型行业内的股票投资时，长期投资也并不一定是最好的方法，而中期投资也许才是“金”。

第八节 挑选好司机

在日常乘坐公交车或出租车时，您可能会发现：有些司机开车，会让人感觉很别扭，该加速时不加速，挺宽的马路，车又很少，可是他开的车比牛车还慢，乘客直着急；有的司机开车太快、太猛，这肯定也不对，容易出现交通事故；有的司机开车时小动作特别多，在公路上直行，方向盘一会儿向左转，一会儿向右转，车子晃来晃去。虽然并不能说这些司机违反了交通规则，但可以肯定一点，这些司机在驾驶方式上都存在一定问题。

优秀的司机开车时则是非常自然、流畅，该加速时加速，该减速时减速，坐这种司机开的车乘客会感觉很舒服，而且不容易出现事故。

作为一名乘客，你自己可以不会开车，但需要挑选出好的司机为自己开车，学会搭便车。挑选企业去投资、挑选基金去投资与挑选好司机搭便车的道理是一样的。人人都渴望去创造财富，但并不是所有人都有能力去开公司。不过，投资者只要能够挑选出由优秀的管理者经营的优秀企业，把资金投资到这样的企业中去，随着企业的发展，就可以发财致富。

投资者在购买基金时（无论是公募基金还是私募基金），基金经理就是司

机，决定基金的业绩水平最关键的因素就是基金经理的个人能力。当然，投资者对基金经理的要求也不应该过高，一两年的投资回报率并不能全面评判基金经理的能力。基金经理在某一个年度所取得的高投资收益率确实可以缓解他们身上的压力，但从长期来说，意义并不是很大。

一名成功的基金经理，并不一定会在股市不景气的年份中挣到钱，但一定要在股市景气的年份中挣到应该挣的钱。如果有哪位基金经理在2004年和2005年没有挣到钱，是没有人会批评他的，即便是在2008年损失了一部分钱，也是可以原谅的，毕竟整个股市就不景气。可如果基金经理在应该挣钱的2006年、2007年和2009年却没能挣到应该挣的钱，那就有些说不过去了。

一般来说，基金经理的投资能力要想得到充分体现至少需要三四年的时间，所以，如果一家基金公司频繁地更换基金经理，那可绝对不是一个好兆头，这非常不利于基金经理贯彻自己的投资理念，这样的基金公司为投资者提供良好投资回报的可能性不大。

第九节 明星与明星股

投资者都在寻找明星股，这种股票的回报率要远远高于大盘，就好比是各种明星和社会名流，他们在名气上、收入上和普通老百姓相比，有着天壤之别。然而，不同明星的事业发展与成名过程也有不同，不同股票股价的变化过程也会不同，我们可以比较一下。

李连杰是很受观众喜欢的功夫明星，先成为全国武术冠军，主演了《少林寺》之后，就名扬四海。接着他又去香港影视圈发展，出演《黄飞鸿》系列，又去好莱坞发展，成为国际巨星。功成名就后还要搞慈善事业，创立“壹基金”，事业一路在向前发展，而且具有很好的社会影响力，成龙大哥也是这



样。所以，当他们一出道就应该去对他们进行投资，买他们的股票。苏宁电器公司的股票就类似于这种股票，这种股票的特点就是，上市之后就不停地上涨、上涨再上涨，持有这种股票确实一直会让人很开心。

甄子丹也是武打明星，以前曾经演过《洪熙官》，还在《新龙门客栈》中出演反面角色，很早就被观众所熟悉。可甄子丹却一直不是太红，类似于股票里的“横盘”，经常会被分析师、投资机构所提到，投资者对这种股票也算有所耳闻，可股票价格却并没有大幅上涨，让持有这种股票的投资者感到有些“郁闷”。但是，自从甄子丹出演了脍炙人口的《叶问》后，他的身价就大涨了，片约不断，成为功夫之王，红得发紫，就连他早年拍过的电视剧也会在电视里滚动播放。买甄子丹这种股票必须要拿得住，不能看它老不涨，就把它给卖了。等他演了《叶问》后，股价大涨，你再想买都来不及，肯定会感到后悔。像泸州老窖公司的股票、特变电工公司的股票、江西铜业公司的股票（江西铜业公司的股票价格在2002年到2005年间变化不大，可从2005年年底到2009年年底股价上涨了9倍），还有证券行业内的股票都属于这种类型，它们的业绩水平和股票价格都是从2005年、2006年以后才开始出现大幅上涨的，在此之前却都是貌不惊人。

中国的足球裁判陆俊也是一位公众人物，好歹也算是足球裁判里的明星，是中国足球裁判界的代表性人物，曾被喻为“金哨”。他是伴随着中国职业足球联赛的成长而成名的，算是比较早就成名了。由于他是国际级裁判，随着足球裁判的国际化，他也经常会被邀请执法国际性比赛，还曾经执法过2002年韩日世界杯的比赛。中央电视台体育频道的足球节目也邀请他解说欧洲顶级足球中一些有争议的判罚，可见，他在中国足球界的权威性。陆俊的事业应该算是上涨、上涨再上涨。可就在这个时候，假球事件爆发了。在调查中发现他的问题越来越多，一夜之间从“金哨”变成了“黑哨”，陆俊的事业也就跌停、跌停再跌停，让广大球迷感到心酸。

如果说哪些股票是陆俊这种类型的话，银广夏应该首当其冲。2002年5月14日，中国证监会认定，银广夏公司自1998年至2001年期间累计虚构销售收入10亿多元，虚增利润7.7多亿元。在这件事情发生之前，银广夏公司的股票价格一直是上涨、上涨再上涨，可随后，银广夏的跌停也可想而知，股价从2001年1月时的每股37元多，下跌到2005年时的每股不到1元，如图4-4所示。

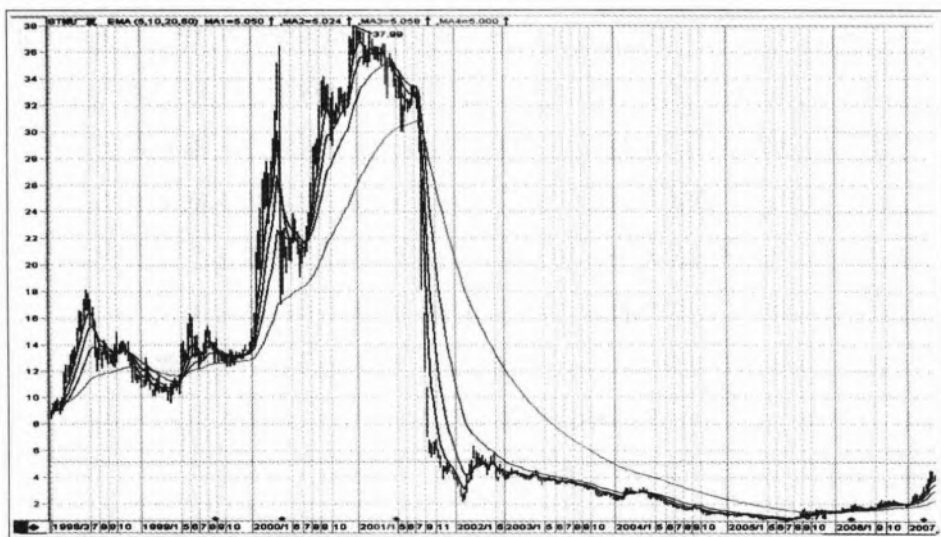


图4-4 银广夏1998~2007年股票价格走势

宝钢股份公司、华能国际公司、中国石化公司等，它们的名字都很响，股票的市值也都比较大，股票的内在价值增长得很慢。这些股票属于哪种明星呢？它们可不是明星，它们代表的只是普通老百姓，具有普通老百姓的特点，老老实实过日子，只求平安。所以别指望它们的股价能上涨几倍，能不赔钱就行。

我们举了这些明星和股票的例子，就是为了告诉投资者，购买股票最难



的地方就是要看清楚它的其所代表的公司本质和发展前景，想要做到这一点，确实需要具有长远眼光和敏锐的洞察力才行。如果投资者想要避免购买到银广夏那样的股票，最好的方法就是要挑选企业的主营业务和产品清晰的股票去投资。因为企业的管理者出现欺骗投资者的行为，往往都是在其主营业务经营不利，业绩惨淡，管理者走投无路的情况下才发生的。更重要的是，任何事情的发生都离不开它所依赖的特殊环境。李连杰、甄子丹这些功夫明星，他们的产品就是他们所拍摄的电影，他们的功夫和演技已经被广大影迷所认可，是我们可以看到的。而陆俊所处的中国足球界本身就不太干净，足球比赛的判罚是最容易引起争议的，足球裁判是最难当的。虽然陆俊在足球场上的判罚是我们可以看到的，但是，场下的幕后交易谁又能知道呢？

泸州老窖公司的酒类产品很容易就能被我们理解，当“国窖1573”的品牌被消费者所熟悉的时候，它的净利润就从2006年的3.22亿元，增加到了

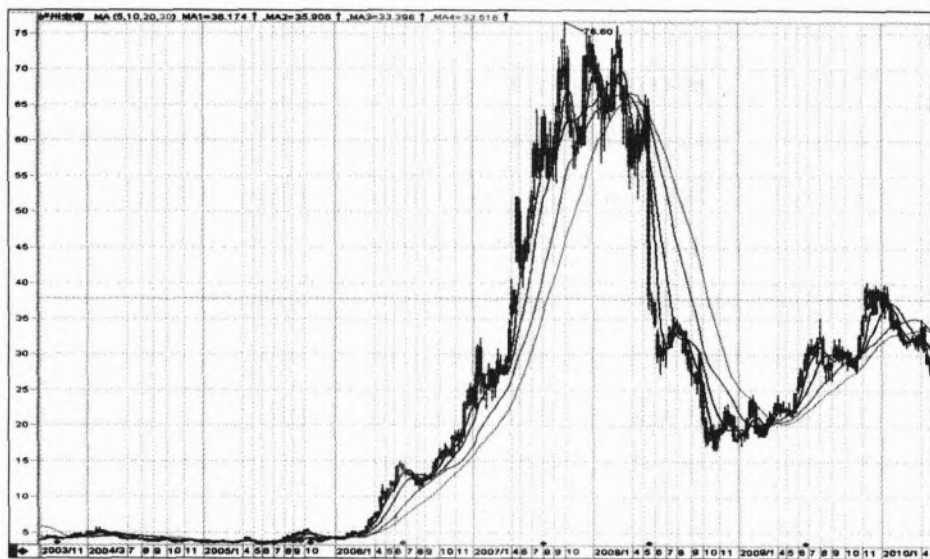


图 4-5 泸州老窖 2003~2010 年股票价格走势

2009 年的 16.91 亿元。泸州老窖公司的股票价格也就开始了它的上涨历程，从 2005 年的每股不到 3.5 元，上涨到了 2009 年年底的每股 39 元，如图 4-5 所示。并且还在 2008 年 5 月时每 1 股分拆成了 1.6 股，4 年多的时间，股价上涨了 18 倍。而银广夏公司虽然也被归为食品饮料行业，但是它的产品到底又是什么呢？利润又从何而来呢？谁又能说清楚！

第十节 可能会对投资者有利的企业现象

上市企业在经营过程中会发生一些值得投资者注意的现象，尽管发生了这些现象并不意味着股价就会在中短期内有大幅上涨，但这些现象的出现对于投资者而言可能是个积极的信号。我们归纳一下，主要有以下几种现象：

(1) 政府官员去该企业视察工作。企业不仅是全社会经济发展的重要组成部分，会产生巨大的经济效益，同时，也担负着社会责任，产生着巨大的社会效益。所以，政府对于优秀企业的发展会很重视，无论是国有控股企业还是民营企业，政府官员如果去某企业视察工作，往往意味着该企业在行业内有着举足轻重的地位，企业的发展和管理的都值得同行业内的企业学习和借鉴，其中的某些企业可能会有非常出色的业绩。

在建筑和工程行业内，国内企业在国外中标的一些大型项目合同时，有些甚至是由政府牵头，像这种国际性的大型项目合同，不仅代表企业的利益，也能体现中国企业整体的形象，所以，具有这种资格的企业在技术水平上都不应该存在问题，也不需要为它的财务状况担心，即使它的财务状况不太好，政策上只要扶植一下就可以啦，根本用不着咱们投资者去操心。

(2) 企业增发股票或配股筹集资金，并且企业正处在快速发展阶段。应该说，企业的增发股票或配股对于投资者来说是一把“双刃剑”。增发股票或



配股对于投资者是否有利，一定要看企业所处的发展阶段。如果企业正处在快速发展阶段，且股票的总市值比较低，那么，会对投资者更为有利，比如盐湖钾肥公司、特变电工公司等都通过增发股票筹集资金后，使企业实现了大发展，提升了企业的价值。如果企业在增发股票时，已经处在比较成熟的阶段，且股票总市值比较庞大，那么，增发股票的结果会稀释股东权益，也就难以对投资者产生什么好处。

(3) 上市公司的大股东向上市公司注入资金，或是注入资产。如果公司的控股股东向上市公司注入资金，这可以使企业的资金更充足，也说明控股股东对上市公司的发展有信心。如果是注入资产，可以使上市公司的产业链和资源更加完善，同时可以防止相互竞争。比如在煤炭采掘业，露天煤业公司是国内五大露天煤矿之一，它的客户主要是内蒙古东部、辽宁省和吉林省的大型发电企业。该公司大股东中电霍煤集团于2006年7月承诺，在露天煤业公司上市后，将二号露天矿的采矿权（储量8.2793亿吨）、三号露天矿的采矿权（储量13.76亿吨）完整地转让给上市公司，转让价格为市场价格。转让完成后，公司将拥有露天开采储量36亿吨，按生产能力5000万吨/年，储量备用系数1.2计算，可供开采52年。此外，中电霍煤集团还承诺后续将把白音华煤电公司股权和相关铝电资产注入上市公司，最终实现整体上市。这样，露天煤业公司将拥有丰富的煤炭资源和煤、电、铝一体化的产业链条，盈利能力将大为增强，这非常有利于露天煤业公司上市后的发展，对于投资者而言绝对是一个大好消息。露天煤业公司于2007年4月上市，当年的净利润（归属上市公司股东）为4.64亿元，仅用了两年的时间，到了2009年公司的净利润就达到了9.78亿元，增长了110.77%，年增长率达到了45%，增长速度非常快。

(4) 企业的高管或企业的控股股东正在二级市场上购买自己企业的股票（甚至是高管们集体购买）。这种行为所表达的信息非常明确：第一，企业的

管理者对于自己企业的发展非常有信心；第二，股票的价值被市场低估了。企业的高层管理者对于自己企业应该还是比较了解的，当出现这种情况时，应该是投资者买股票的时候。

在2008年年底，市场处于熊市的时期，中联重科公司的高管们集体在二级市场上购买自己企业的股票。到了2009年，随着整个股市的上涨，中联重科公司股价的上涨是很自然的事情。高管们购买自己企业的股票，是给投资者的一个信号，说明他们对自己的企业很有信心。

2008年6月中联重科公司以2.71亿欧元重金并购了全球第三大混凝土制造商意大利CIFA公司。随着国际市场日渐恢复，CIFA公司走出困境。到了2009年6月，包括原CIFA公司董事长在内的5名CIFA公司核心团队的外方高管，以总价310万欧元（约合3100万元人民币），入股并购后的新CIFA公司，这至少可以说明被收购企业的高管对未来经济以及对新公司的看好。除了中联重科公司外，中工国际公司、建发股份公司等企业的名高管都曾在二级市场上购买本公司的股票。

如果企业的管理者在二级市场上卖出股票，是否就一定意味企业的管理者对自己的企业没有信心呢？不一定，很可能有其他一些原因，比如管理者因为某种原因急需一笔钱，也可能是说明企业的股价确实被高估了。比如恒生电子公司，虽然我们说电子类行业中大多数企业利润很低，但恒生电子公司在2010年之前的几年里，利润水平却是在上升的。在2010年年初，恒生电子公司的6名高管在二级市场上持续减持股票，集体套现，其中董事长彭政纲和副董事长刘曙峰是减持大户。虽然，这种行为并不能说明恒生电子公司的经营状况出现了问题，也不能说明企业高管们在伤害投资者的利益，但却可以说明恒生电子公司的股票价格很可能是被市场高估了，至少没有被市场低估。此外，还有中兴通讯公司、东方雨虹公司等企业的名董事都曾在二级市场上集体抛售所持的股票，真奇怪，难道这些企业管理者的家中真的



就这样贫困吗？值得注意的是，那些高管们集体在市场上抛售股票的企业往往集中在科技行业、电子信息行业以及一些主营业务不太清晰的企业中。看来越是花哨的行业，企业管理者的行为方式也越花哨。

(5) 企业经营稳定，但基金并没有大规模的进入。对于某些股票，基金并没有大规模的进入，这对投资者可能是一个好消息，比如我们在第三章中提到了星马汽车这只股票，它的股价在2009年上涨得很快，在星马汽车公司2008年的年报中显示，公司的前十名股东中没有基金公司在其中。但是对于某些经营不稳定的企业来说，尽管也没有基金公司进入，确并不适合去投资，如*ST春兰公司的前十名股东中就没有基金公司的身影，这是因为公募基金公司在制度上有一定的限制，像*ST春兰公司这种糟糕的股票，公募基金公司是不要去投资的。

(6) 满足内需的企业要比依靠外需的企业更加稳定。如果企业的业务主要针对的是国内市场，企业的发展则主要受国内经济因素的影响，而依靠外需的企业则是受国际经济因素的影响比较大。在发生金融危机之前，很多人都喜欢投资对外出口的企业，认为挣外汇更风光。可一发生金融危机，那些和国际贸易相关的行业和企业遭受的打击最严重，而扎根于国内市场的企业很多却未受影响。人们这时才认识到，原来，中国国内的经济发展才是最稳定的，世界经济的发展都要靠中国来带动。当然，这并不是说和国际贸易相关的企业就不可以去投资，只是说投资者肯定要把国际经济因素考虑在内。

另外，贸易伙伴是发展中国家和地区的企业其受到的影响普遍较小。因为这些国家和地区的发展速度较快；而贸易伙伴是发达国家和地区的企业其受到的影响相对较大，与发展中国家和地区相比，这些发达国家和地区的经济缺乏动力。

(7) 大行业中的小企业。正所谓“小的既是美的”。在很多行业中，大企



业在规模上有竞争优势，但是从成长潜力上讲，小企业更容易为投资者带来良好回报。所以，在某些行业，当整个行业和大企业已经停滞不前时，个别小企业的业务增长却呈现出一片欣欣向荣的景象。当然，我们所说的这种小企业可不是随便一家小企业都可以，而是说它一定要有特点，如果企业又小，又没有特点，没有技术，那就坏了，很容易被市场的激烈竞争所淘汰。正如阿里巴巴的马云所说：“大象是踩不死蚂蚁的，只要蚂蚁会躲。”优秀的小企业要学会利用自己的特点，见缝插针，寻找生存空间。

第十一节 分析企业要全面，要把握大局

在第二章，我们讨论了应该如何从行业的经济特性和财务数据等方面去分析企业。但是，在分析企业时，一定要全面，要把握大局。

企业内在价值是企业长期中形成的，并不是一两个季度或是在一两年内就可以决定的。所以，不能仅仅因为短期内的业绩水平或是媒体的负面报道就断定企业一定是好还是坏。企业的财务数据、媒体的报道、股票价格的波动是服务于投资者的，投资者的行为不应该被这些因素所摆布，也不必为这些短期因素所苦恼。

在欧洲，一家顶级的足球俱乐部就相当于一家企业，职业足球是一个竞争激烈行业，每个赛季的情况都不一样。像皇家马德里、巴塞罗那、AC米兰等，这样的豪门球队并不会因为一两场比赛的失利，甚至是一两个赛季的成绩不佳，而改变它们的豪门地位。所有豪门球队在某些赛季都出现过成绩不佳，球队内部出现矛盾，球员、教练、俱乐部高层之间不合的情况。这种情况以前发生过，以后所有的球队肯定还会发生，而且总是在这个时候，媒体又喜欢火上浇油（英国足球圈里的媒体是出了名的八卦），唯恐天下不乱。负



面报道和假新闻满天飞，俱乐部的领导层肯定不应该因为这些问题慌了阵脚。始终不渝地执行自己的足球理念才是最重要的。

企业也一样，当企业的销售收入、利润水平在短期内没有达到预期时，企业的存货、应收账款、现金流量出现波动时，并不能说明企业的发展就真的遇到了大问题，也不能说明企业的价值就一定是大幅下降。同理，当听到一些“所谓”的利好消息，或是在短期内的利润突然升高时，也并不能说明企业的价值就一定大幅提高。

有些行业的经济特性为企业的发展提供了有力保障，但这并不意味着这个行业内的所有企业的业绩都突出，都适合投资，也要考虑管理问题和股票价格问题。在任何一个行业内，都会有“落后生”或“困难户”。比如煤炭开采业内企业的利润水平普遍不错，但ST 贤成公司就是个例外。ST 贤成公司的主营业务是煤炭开采和水泥生产，可企业糟糕的管理水平却使 ST 贤成公司的股价从 2001 年的每股 26 元，下跌到 2010 年中期的每股 5 元左右。尽管股票从 1 股分拆成了 3.18 股，股价还是下跌了近 40%。再比如酿酒行业的利润率普遍较高（包括酿制红酒的企业），酿酒行业也出现了好几只大牛股，可 ST 中葡公司却并没有发扬酿酒行业的优良传统。ST 中葡公司的股价在 2001 年是每股 20 元，到了 2010 年 6 月，它的股票已经下跌到每股 7 元左右，在这期间，每 1 股股票分拆成了 2.6 股，股价下跌了近 10%，真为酿酒行业的股票“丢脸”。

对于投资者而言，应该区分清楚哪些是企业面临的主要问题，哪些是次要问题，哪些根本就不是问题。投资者一般不需要为企业某些费用的波动而担心。所有企业在日常管理过程中都不可能是完美无缺的，在成本和费用上的控制也不能时时刻刻保证无损失。出现问题和损失是很正常的，只要将这种损失控制在一定范围之内，是不会对企业价值的增长造成大的影响。可是，如果企业发展的方向出了问题，对于企业的影响却是巨大的。企业在扩

张中，大规模的投资或收购所需要的资金可能是企业原有利润的几倍。如果扩张没有取得效果，甚至是彻底失败，损失的不仅仅是金钱，还有企业管理者和员工的精力、信心以及宝贵的时间。“逆水行舟，不进则退”，在市场竞争中，很多行业都是先入为主，你的企业不能抢占市场，错失了机会，被竞争对手把握了机会，对手就会更加强大。如果还想在竞争中取得优势，除非对手出现重大失误。

在宏观经济方面，尽管有时经济的增长速度会快一些，有时会放慢一些，通货膨胀率也会有所变化，利率水平也会有所调整，这些变化在以后也将肯定会发生，但是，对于单个企业而言，并不能因为这些变化就去武断地判断企业的内在价值。在 2008 年、2009 年国际金融危机最为严重的时候，国际经济环境很恶劣的情况下，依然有很多优秀的企业业绩十分突出。从企业的销售收入、利润水平等数据上看，根本没有受到金融危机的影响。而在经济环境良好的条件下，也依然会有管理不当的企业退市。

投资者在阅读企业的年报时，会发现所有企业都会介绍自己企业在发展中遇到的问题和挑战，存在的各种风险，看了这些会让人感到企业的发展很艰难而且前途暗淡，尽管业绩非常优秀的企业也会这样谦虚。年报中还会介绍企业未来的发展机遇，读起来也会让人感到企业的未来是美好的，尽管某些企业正面临着退市的风险，也一样会这样写。年报中的介绍可能会让人感到过于悲观，也可能会让人感到过于乐观，投资者不应该因为这些介绍过于情绪化，企业的真实业绩才是最能说明问题的。

由于历史原因，有很多国有控股企业在自己的行业内具有垄断地位，其中一些企业的垄断地位不可动摇，其他竞争对手根本无法参与竞争。这种经济特性对于投资者是一种有利的因素，但是，具有垄断地位的企业并不意味着其股票就一定适合投资者去投资。那些具有垄断地位的企业的股票市值可能会比较庞大。让一艘万吨巨轮在海上调头要比让一名芭蕾舞演员在原地做



旋转难得多。中石油就是最典型的例子，尽管它的业绩确实非常出色，但成长的速度确很慢，股价也就缺乏上升空间。在中石油的股价没有被市场严重低估的情况下，对它投资是不太可能取得良好回报的。

投资者普遍认为，大企业成长潜力小，股价涨得慢，可也不全是这样。上海汽车公司是国内 A 股市场上市值最大的汽车制造企业（按 2008 年的股票市值计算），是全国汽车大集团销售量的榜首企业。在 2009 年时，尽管上海汽车公司的净利润绝大部分来自于投资收益，相对来说含金量要差一些，但上海汽车公司的股票价格在 2008 年年底到 2009 年年底这一年的时间里，从每股 5 元上涨到了每股 27 元，让投资者刮目相看。

好的股票往往就在投资者身边，但也不是和投资者日常生活相关的股票就一定好，其实在投资者身边也有一些“垃圾股”。

在分析企业时要全面，要能抓住要害，而不是复杂，正如前苏联“AK—47”步枪的设计者、老枪王卡拉什尼科夫所说：“一切复杂的东西都是不必要的。”

第十二节 价值投资要比短线操作更具优势

具有一些投资经验的投资者往往会有一个共识，在中国的股市里投资，能挣钱的投资者只是一少部分，在每 10 个投资者中，有 7 个是赔钱的，有 2 个是不赔不挣的，只有 1 个投资者是挣钱的。能够中长期持有股票的价值投资者的赚钱概率，要比那些靠短线操作投机者的高很多。

进行短线操作的投机者，与其说是在预测市场，倒不如说是在股票市场中，与和他一样的一群人进行搏斗，目的就只是为了在短期内获得小小的利益。进行短线操作的投机者在心理上承受着巨大的压力，最终，他们都会把

自己弄得筋疲力尽。在这过程中，大多数人都是一无所获，还必须支付大量的佣金，只有一小部分人有可能从中获利，这简直就是一场悲剧。对于普通投资者而言，应该问一问自己，你如果要和这些人在股市中进行搏斗能赢吗？赢的概率自然是非常的低，普通投资者根本就无法过那样残酷的生活，所以，短线操作对于普通投资者而言，简直就是一种“自虐”行为。

可如果用价值投资的方法去投资就不一样了，投资者只需要挑选几只适合自己的股票，中长期持有就可以了，根本不需要同谁去搏斗，也不需要关注股价的短期波动，心理上会轻松得多，更用不着支付大量的佣金。价值投资的持股方法就像是老子所说的“无为而无不为”。

投资方式还有一个问题，那就是受到资金量的制约，资产越大，价值投资的优势越明显。当投资者的资金量比较小的时候，价值投资相对于短线操作的优势还没有显示出来。可是，如果投资者的资金量达到一定的规模时，进行短线操作就有些困难了，比如当投资者在管理几千万元的资产时，短线操作就很难再为投资者带来什么利益了（更不要说那些管理的资金量达到几十亿元、几百亿元的公募基金了），短线操作的缺陷此时也就暴露无遗。在这种情况下，即使投资者真的猜出股价会在短期内下跌，但由于资金量比较大，也不能轻易卖出股票：越卖股票，股价下跌得越快，损失越多，而当股票价格上涨时，他又来不及再买入。昨天买，今天卖，明天再买，这样折腾来，折腾去，还不如就挑选几只好的股票，一直持有呢！这就成了中长期持有股票的价值投资者了。尤其是在整个股市都处在上涨趋势的情况下，比如在2006年、2007年和2009年，做短线操作的投机者所获得的收益率要明显低于中期持有股票的投资者。所以说，那些总是希望通过依靠短线操作来挣钱的投机者，在这场游戏当中，就已经被淘汰了。

短线操作与价值投资就像是两种盖楼的方法，如果你想盖二三十层的塔楼（更不要说是摩天大厦了），必须要打好地基，对盖楼的方法和技术进行严



格要求，必须要非常科学才行，这样才能保证所盖的高楼具有可靠的安全性。以这种方法去盖楼，速度是不会很快的，但楼房却可以盖得很高。这种盖楼的方法就像是价值投资，方法严谨，增长稳定，但不会太快，却经得起时间的考验，能够走得很远。

可如果你只是为了求快而去盖楼，也许在刚开始盖楼的时候速度比较快，当然，这只是“也许”（绝大多数急于求快、方法不正确的投机者，根本就盖不起楼来，也挣不到钱），由于在盖楼的方法与技术上根本就没有达到足够高的标准，所以，楼房不可能盖得太高，盖到五六层就不能再盖了，如果再盖，楼房就会垮塌。而且这样盖出来的楼房也不能保证它具有“抗震性”，这种盖楼的方法就像是短线操作。当短线操作可以为一个人带来收益时，他挑选股票的方法和对待股票的态度就已经注定了，会不断地持续下去，而且不会发生改变。从人性的角度上说，短线操作的投机者和犯罪分子具有相似性。在侦探小说《福尔摩斯》中有一个发现，就是犯罪分子都有一个共同特点：当犯罪分子用一种方法作案取得成功以后，下一次作案时还会用同样的方法，以后每次作案的手法都具有相似性，直到最后被抓获。也正是由于这个原因，很多进行短线操作的所谓“短线高手”，根本就无法管理好规模稍大的资产，弄不好，就会因为一次失误，把以前所挣的（如果他们真的能挣到钱）都赔了，一败涂地（这种事情在任何一个国家的股市里都有很多）。相比之下，价值投资者却可以稳稳地把房子盖成摩天大厦。

现在，有钱的投资者越来越多，需要管理的资金量也越来越庞大。短线操作根本就无法满足投资者对于合理投资的要求，价值投资应该是投资者的必然选择。

第十三节 如何寻找下一只好股票

投资者在选择股票时应该遵循一些原则：

(1) 理解性。了解行业的经济特性和企业的主营业务。如果投资者对企业的业务一无所知，那就不要去购买这只股票。

(2) 确定性。企业未来的发展必须有良好前景，投资者应该先问问自己这家企业五年以后会是什么样。如果你相信经过五年的发展，该企业会更加强大，那它就是你要找的股票。

(3) 稳定性。企业能够实现快速发展是件好事，但也要保持财务状况稳健。

(4) 股票价格的合理性，再好的企业也要以一个合理的价格去购买。

在实际运用时，可以从以下几个方面着手：

(1) 先选择一个适合自己的行业，最好找经济特性对投资者有利的行业。投资者应该从简单的行业做起，一边做，一边学，积累经验，将专注力就集中在这几个行业内，尽量避免对那些不了解的行业进行投资。因为投资者还不具备从那些股票上挣钱的能力，正所谓“有所为，有所不为”。

(2) 企业的主营业务必须清晰。虽然我们已经知道了企业所在的行业，但有些企业的主营业务根本不明确，而且有时企业的主营业务还会变化，像这种“滥竽充数”的企业应该被淘汰掉。

(3) 企业的销售收入在过去几年中能够保持稳定增长。温故往往有利于知新，尽管企业的销售收入在过去的增长并不意味着企业的销售收入在未来也一定会稳定增长，但销售收入在过去的增长至少可以说明企业依然处于增长阶段，具有投资的价值。一般来说，企业的销售收入能够以每年 20% 以上



的复利增长，就算是快速增长了，这就已经达到要求了。投资者用不着总是去追求那些高速增长的股票，投资那些稳定增长的企业，就完全可以实现成功投资。

(4) 企业的利润水平应该稳定上升。在销售收入增加时，如果企业能够保持毛利率和净利率的水平不出现大幅波动，净利润就会相应上升。

(5) 对企业的净资产收益率不必要求过高。我们在第二章中说过，企业的净资产收益率并不能够决定股票价格的上涨，所以，投资者对于净资产收益率这一指标并不需要要求太高。对于全社会而言，净资产收益率的平均值是在10%~12%之间，投资者所选择的企业净资产收益率如果能够高于平均水平就算不错了。

(6) 企业的财务状况要稳健。营运资金、流动比率要合适，长期负债应处于可控的范围之内，这样的企业会让投资者心里非常踏实。有些企业的利润水平、净资产收益率都较高，可实际上企业的财务状况正在恶化，这会对企业的长期经营造成不利影响。

(7) 观察一下企业经营活动所产生的现金流量的变化情况。一家优秀企业应该是现金的产出者，而不仅仅是现金的使用者，更不应该是现金的浪费者，那种靠不断消耗大量资金才能维持经营，而且又难以通过经营产生现金的企业是投资者的“黑洞”。

(8) 进行价格比较。投资者在购买股票前一定要想想：这家企业的股票总市值是多少，它是否真的值这么多钱，比如我们在第三章中介绍的星马汽车公司，难到它的股票就只值5.6亿元？这家企业未来能值多少钱。同时，要将你选中的股票与同行业中的其他股票好好地比较一下，看看同行业中其他企业的股票总市值是多少，销售收入和利润是多少，市净率是多少，从中寻找股票总市值相对较低且发展较快的股票买。

在这几点中，哪一点是最重要的呢？“发展是硬道理”。发展也就是所谓



的“成长性”，而且这种发展应该是被投资者所能理解的，所以，企业销售收入和净利润的增长是最重要。

我们总是重复、重复、再重复地谈论这些最基本的财务数据和问题，目的就是为了让投资者重复、重复、再重复地意识到：学会分析这些最基本的财务数据和问题就是成功投资的有力保障。

经过一轮又一轮的淘汰，目前上市的二千多只股票中，所剩下的适合投资者的股票已经为数不多了。也许投资者会有疑问，这样严格的挑选和淘汰，是否真的有必要。用“宁缺毋滥”一词来形容选股应该比较适合，在股票市场上，优秀的企业有不少，但优秀的企业却并不一定是好股票，真正值得投资者长期持有的股票只是一少部分，投资者能够挑选出几只就足够了，还有一部分股票则更适合进行中期投资。

选择股票的方法就像打太极拳，太极拳的动作招式并不多，也不花哨，绝对没有那种电视上演得在天上飞来飞去的场面，而且慢慢悠悠地，外行人一看，这种动作能打人吗？可关键就是要把它练活，把动作化开，练出功力来，练出气力来。选择股票的方法也不花哨，关键要看投资者是否真正理解其中的道理。

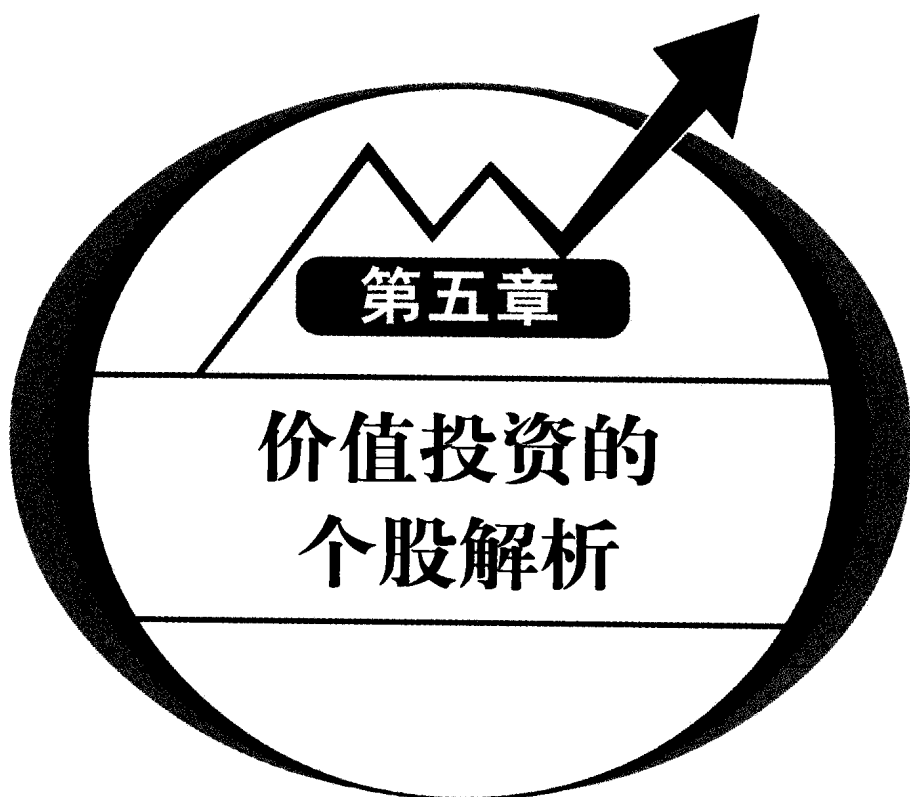
用一句话来概括选股：“企业要找好的，股票要买低的。”如果企业发展得又好，股票价格又非常具有吸引力，那就可以投资了。最后，别忘了，选择好股票很重要，耐心持有也很重要。

第十四节 投资者应该遵守的原则

(1) 把投资股票看成是投资企业，投资者应该关心企业的发展，而不是整天关心股价的波动。



- (2) 不为短期利益所动摇，中长期持有股票。
- (3) 学会独立思考，把专注力集中在某几个关键点上。
- (4) 不要对股票市场和那些“不务正业”的企业充满幻想，不做没谱的买卖。
- (5) 先要弄清楚企业所在行业的经济特性，才可以去投资。
- (6) 企业经营得越“笨”、越“专一”，对投资者越有利。
- (7) 稳定发展的企业就完全可以使投资者获得良好回报，不要一门心思去寻找快速增长的股票。
- (8) 对于再好的企业也不要以过高的价格去投资。
- (9) 当股票市场处于熊市，股票的价值已经明显被市场低估时，不要轻易卖出股票；当股票的价格明显过高时，应该考虑卖出股票。
- (10) 利用好你自己的优势，避免你的劣势，不做有难度的投资。
- (11) 找不到好的投资机会时，就不要勉强去投资。
- (12) 不要在投资收益率上和别人争第一。
- (13) 永远不要成为股票市场的奴隶。
- (14) 对坚持上述这些原则以及对实现成功投资，要有不可动摇的信念。





在本章，我们将对八家公司的基本情况、财务状况和股价的变化情况等做一些简单的介绍和分析。希望通过这些分析和介绍，帮助投资者树立价值投资的理念。

投资者在阅读这几家上市公司的资料时，不应该只关心公司的股票价格上涨了多少倍，更应该关注公司是如何获得成功的，公司的发展历程如何，公司都具有什么样的优势和特点，公司曾经遇到过什么样的问题，这些都是投资者在寻找股票时应该注意的问题。

值得注意的是，有几家公司，比如中联重科公司、中集集团公司、特变电工公司等，在发展过程中，也在某个年度出现了销售收入或净利润下降的情况，但随后又继续增长。所以，投资者并不应该因为公司在一两年内业务扩张的速度出现了下降，表面上的停滞不前而失去了对该公司发展的信心。

在这八家公司中，除了苏宁电器公司以外，其他公司都是制造业，您也可以感受到“中国制造”的强大竞争力和震撼力，为中国企业的发展感到骄傲。

如果读者对于本书前几章的内容有不同的观点，这很正常，不过请您擦亮眼睛，看看下面这些优秀的企业吧！

第一节 中集集团

一、公司简介

中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司（简称中集集团）成立于1980年，最初是由丹麦宝隆洋行和招商局各出资 150 万美元，在蛇口工业区组建的，到了 1982 年，公司全部建成并投产。

1987年,随着世界海运市场复苏,公司董事会决定吸收中远公司(中国远洋运输总公司)作为股东,重新改组公司股权结构,投资总额提高到400万美元。到了1990年,投资总额提高到1000万美元。从1989年起,公司开始研制机场旅客登机桥,1991年起开始合作承建航空货运站,业务开始多元化。

1992年公司的集装箱年产量已经达到19000TEU(TEU是集装箱计算单位,是以长度为20英尺的集装箱为国际计量单位,也称国际标准箱单位。通常用来表示船舶装载集装箱的能力,也是集装箱和港口吞吐量的重要统计、换算单位),此时,公司的主要股东为中远集团和招商局集团。同年12月,公司改组为股份有限公司。

1994年,公司在深圳交易所上市。中集集团上市之初是以标准海运集装箱、机场地面设备的制造及相关业务为主体的企业,主导产品是海运集装箱,这项业务占公司销售额的80%以上。中集集团生产所需的主要原材料是钢材、油漆等。当时,原材料主要是从日本、韩国、新加坡、马来西亚、印度尼西亚、中国香港等国家和地区的多家厂商订货。大部分供应商与中集集团已经有了多年的客户关系,这为集团未来的发展提供了稳定的物料供应。中集集团在中国香港成立了专门负责采购、销售的全资附属子公司,以保证能从供应商那里获得价格稳定的原材料。

在销售渠道方面,中集集团下属各公司已经建立起比较完善的销售渠道,拥有一批稳定可靠的客户,其中包括世界较大的船运公司。中集集团所生产的20英尺和40英尺普通标准集装箱及超高箱、开顶箱、折叠箱、超长箱、轻型箱等产品,远销美国、德国、英国、日本、韩国、中国香港等国家和地区。

到了1996年,中集集团的集装箱销售量已经达到19.9万TEU,占中国总产量的35%以上,约占世界总产量的20%,产量已经跃居世界第一位,成为行业内的真正领先者。此时的中集集团已经具有绝对的竞争优势,至少在



国内没有竞争对手。

在随后十几年的发展中，中集集团一直在不断巩固自己在集装箱业务上的竞争优势，同时，也在积极寻找新业务增长点。集团的主营业务除了生产集装箱以外，还由道路运输车辆和能源、化工及食品装备、海洋工程、机场设备等部分构成。到2008年金融危机之前，集装箱业务约占集团主营业务收入的60%，道路运输车辆业务占比近20%，能源、化工、储运设备占比超15%。

目前，中集集团在中国以及北美、欧洲、亚洲、澳洲等国家和地区拥有100余家全资及控股子公司，员工近五万人，初步形成了跨国公司的运营格局。

在集装箱业务方面，中集集团已经具备了年产超过250万TEU的生产能力，产品的品种近400种，在全球集装箱市场的占有率约为55%，产销量居世界第一，在全球运营的各类集装箱中每两个就有一个是由中集集团制造的。中集集团是全球唯一能够提供干货集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱及其他各类特种箱产品的企业，并且拥有完全的自主知识产权，同时，建立了稳定的销售渠道和售后服务网络，集装箱业务的统治地位就是中集集团最有特点和优势的地方。2007年9月“CIMC 中集”牌集装箱被国家质量监督检验检疫总局评选为“中国世界名牌”产品称号，“中集”商标被国家工商总局正式认定为中国驰名商标。

中集集团在中国拥有15个干货箱基地，分布在主要沿海港口以及内地的重庆市；拥有2个冷藏箱制造基地分布在上海和青岛；拥有4个特种箱基地分布在大连、天津、新会、青岛等地；拥有4个生产集装箱木地板的基地，分布在内蒙古牙克石、浙江嘉善、江苏徐州和广东新会等地；堆场业务作为集装箱业务在服务领域的战略性延伸，已形成覆盖国内主要干线港口的9大堆场网络布局。

在道路运输车辆业务方面，中集集团是中国最大的道路运输车辆的生产



商。集团的专用车辆业务是在 2002 年起步的，当时在该领域的收入为 1800 万元，到了 2007 年，该项业务的销售额已经超过了 90 亿元人民币。截至 2009 年，中集集团的集装箱半挂车、栏板半挂车实现了国内销量第一，混凝土搅拌车则是全国第二大供应商，集团已经实现年产超过 20 万辆各类专用汽车的生产规模，产品畅销美国和日本等主流市场。

在能源、化工及食品装备业务方面，中集集团旗下的荷兰博格工业有限公司是欧洲专用静态储罐的领先供应商之一，集团的子公司安瑞科能源装备控股有限公司则主要从事压力容器、压缩机等高端燃气装备产品的研发、生产、销售，已经成为中国燃气装备行业具有领先地位的集成业务服务商与关键设备制造商。另外，南通中集还是全球最大的罐式集装箱制造商。中集集团正致力于业务整合，搭建能源、化工及食品装备的全球化营运平台，以求打造出更多具有全球竞争力的主流产品。

在海洋工程业务方面，中集集团通过收购烟台莱佛士船业有限公司权益进入海洋工程行业，莱佛士的业务主要包括移动式钻井平台及其配套船舶的建造。莱佛士的核心生产基地占地面积超过 42 万平方米，拥有世界一流的造船设施，包括亚洲第二大干船坞、封闭式干船坞、半潜式 15000 吨下水驳船、2000 吨全回转岸吊起重机和起重能力达 20000 吨的全球最大龙门起重机。

在机场设备业务方面，中集机场设备企业已经发展成为全球领先的专业公司，以机场旅客登机桥、全自动航空货物及物流处理系统、自动化立体停车库等为主要产品。从 2005 年起，公司登机桥的订单量位居全球第一位，产品成功进入北美、欧洲、非洲、东南亚的十多个国家和地区，集团还为法国巴黎戴高乐机场生产了全球最大客机 A380 的登机桥。

在 2007 年，中集集团的销售收入和净利润水平都创造了历史新高，分别为 487.6 亿元和 31.6 亿元。随后，企业的业务扩张就遇到了瓶颈，也就是我们所说的企业已经近入成熟期。企业试图通过收购其他企业来扩张，向



多元化发展。例如在 2007 年 6 月，集团间接收购荷兰博格工业公司 80% 权益；在 2009 年 1 月，集团宣布重卡投资计划，联手奇瑞公司开始进入卡车制造行业等。

由于中集集团的集装箱在全球集装箱市场的占有率约为 55%，集装箱业务增长的空间会很有限，集团未来价值的增长将会面临更大的挑战。道路运输车辆业务和能源化工储运设备应该是中集集团今后的利润增长点，而空港设备虽然会继续增长，但由于它在集团中的占重太小，所以，不会对中集集团的价值增长产生太大的影响。

二、财务数据分析

(一) 销售收入

从 1990 年以后，中集集团进入了快速成长的阶段，我们重点分析中集集团 1996~2005 年的发展情况。如表 5-1 所示，公司的主营业务收入除了在 2001 年有所下降外，其他的年度一直在快速增长，销售收入从 1996 年的 34.8 亿元增长到 2005 年的 309.6 亿元，10 年间增长了 8.9 倍。

表 5-1 中集集团 1996~2005 年利润表

单位：万元

项 目	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年	2000 年	1999 年	1998 年	1997 年	1996 年
一、主营业务收入 (净额)	3095931	2656778	1380022	907867	676550	895415	519685	491304	429268	347799
主营业务成本	2589398	2205309	1190013	784409	519035	738358	437486	405171	370411	291489
二、营业利润	302342	301326	95837	57965	65659	47234	29909	33586	23933	13374
三、净利润	266914	238902	68268	46485	54300	46196	25763	24576	19400	18170
毛利率 (%)	16.36	16.99	13.77	13.60	23.28	17.54	15.82	17.53	13.71	16.19
净利率 (%)	8.62	8.99	4.95	5.12	8.03	5.16	4.96	5.00	4.52	5.22

(二) 毛利率

中集集团的毛利率平均在 15%~17% 之间, 净利率多数年度在 5% 以上, 这个数值也是普通制造业的平均水平, 净利率最高可以达到 9%, 但有所波动。

(三) 净利润

中集集团的净利润从 1996 年的 1.8 亿元上升到 2005 年的 26.7 亿元, 增长了 14.7 倍, 企业的内在价值也会相应的上升。

(四) 净资产收益率

中集集团的净资产收益率除了在 2003 年较低外 (这是由于增发股票后, 净资产大幅增加, 降低了净资产收益率), 其他年度都能达到 15% 以上, 平均水平在 20% 左右, 尤其是在 2004 年达到 28%, 2005 年更是达到 32%, 如表 5-2 所示。

表 5-2 中集集团 1996~2005 年重要财务数据表 单位: 万元

项 目	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年	2000 年	1999 年	1998 年	1997 年	1996 年
货币资金	282822	148316	70613	38189	39121	22522	41738	8194	37249	13495
流动资产	1137215	1217635	653620	456444	260539	366091	384462	224797	215448	134758
固定资产合计	467715	367764	241852	170402	155652	150237	140958	95990	95263	87715
流动负债	638139	778215	352583	417332	179897	319157	336160	216271	223041	183081
长期负债合计	44218	82518	42384	8615	115162	80804	110687	40459	10674	19151
实收资本 (或股本)	201696	100848	63030	51030	34020	34020	34020	34020	30927	20098
股东权益	945591	747072	529094	285372	239605	209067	169611	142954	125921	77423
经营活动产生的现金净额	531757	145215	81448	-30262	159075	19439	28745	37306	33557	—
流动比率	1.78	1.56	1.85	1.09	1.45	1.15	1.14	1.04	0.97	0.74
净资产收益率 (%)	28.23	31.98	12.90	16.29	22.66	22.10	15.19	17.19	15.41	23.47



（五）财务状况

中集集团曾经在 1999 年至 2001 年间有一定的长期负债，但由于企业营运资金充足，盈利能力比较强，企业在 2003 年又增发了 1.2 亿股 A 股的股票，根本没有影响到企业的正常经营。在多数时间内，企业的流动比都大于 1，在 2003 年以后，企业的利润大幅增加，财务状况保持良好。

（六）现金流量

从 1997 年至 2005 年这 9 年间，中集集团经营活动产生的现金流量总额为 100.63 亿元。

三、股票价格的变化情况

中集集团的股票价格在 1994 年年底、1995 年年初时约为每股 12 元，到了 2000 年年底、2001 年年初，每股的股价已经达到了 28 元左右。在这期间，每 1 万股股票经过分拆后变为 $10000 \times 1.4 \times 1.3 \times 1.3 \times 1.1 = 2.60$ 万股，如表 5 - 3 所示。6 年的时间里中集集团的股价已经上涨了 $2.60 \times 28 \div 12 = 6.07$ 倍。

如果投资者一直持有中集集团的股票，到了 2007 年年初，经过多次分拆送股，最初的 1 万股股票可以变成 $10000 \times 1.4 \times 1.3 \times 1.3 \times 1.1 \times 1.5 \times 1.6 \times 2 \times 1.1 = 13.74$ 万股，按此时每股 22 元的价格计算（此时的价格并没有达到牛市时的最高点），从 1995 年到 2007 年这 12 年的时间里，股价上涨了 25 倍！而且，还没有把分派的股息计算在内（图 5-1）。

从中集集团股价的变化情况里我们就可以看出：尽管在 20 世纪 90 年代后期，在中国的股票市场不太规范的情况下，随着企业业绩的增长，股票的价格也必然会上升，这说明价值投资在中国同样适用。

表 5-3 中集集团分红配送方案 (每 10 股)

分红(元)	送股(股)	转增股(股)	股权登记日
3.80	—	1.00	2006-07-19
5.00	—	10.00	2005-04-22
3.80	—	6.00	2004-06-02
5.00	5.00	—	2002-06-12
2.00	—	—	2001-07-18
2.00	—	—	2000-07-20
2.00	—	—	1999-07-29
3.00	1.00	—	1998-06-29
1.00	3.00	—	1997-06-18
3.00	3.00	—	1996-06-10
4.00	4.00	—	1995-08-01

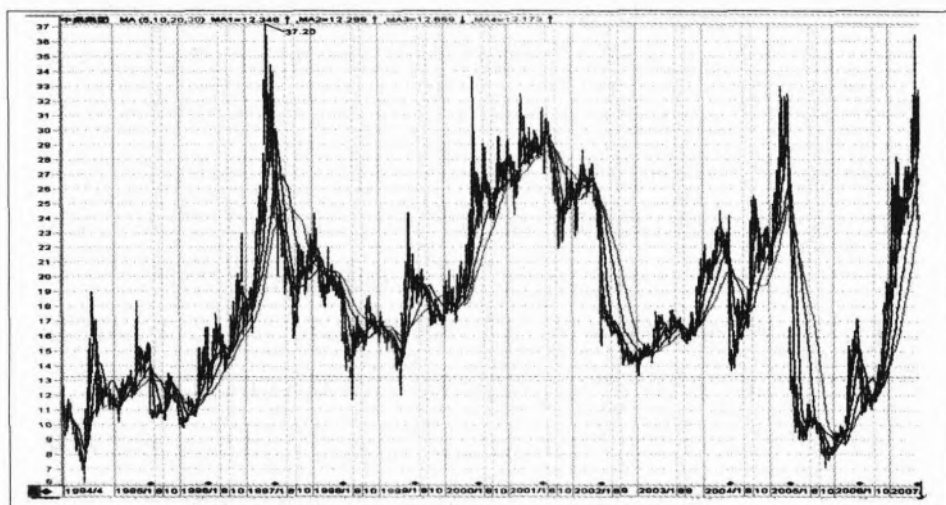


图 5-1 中集集团 1994~2007 年股票价格走势



第二节 格力电器

一、公司简介

珠海格力电器股份有限公司前身是珠海市海利冷气工程股份有限公司，是经珠海市工业委员会、中国人民银行珠海分行批准于1989年成立的。1994年，公司更名为珠海格力电器股份有限公司，1996年11月，公司在深圳证券交易所上市。

上市之初，格力电器公司就已经形成了以生产空调为主，干衣机、抽湿机、电风扇为辅的产品格局，其产品以规格全、款式新、质量好而著称。在历年全国性评比活动中多次获得金奖、银奖、优秀奖、科技进步奖等。格力牌空调数十次赢得全国各地“最受消费者喜爱的产品”称号，成为中国消费者协会特别推荐产品，被中国质量检验协会推荐为国产精品，还被国家七个部委联合授予全国最畅销商品“金桥奖”。由于公司的产品技术先进、质量优良，还远销日本、泰国、新加坡、西班牙、意大利、德国、法国、瑞士等20多个国家和地区，出口量居国内同行业第一。1995年，格力电器公司被国务院发展研究中心评选为“全国出口量最大品种规格最多的空调机生产企业”，此时的格力电器公司就已经具有极强的核心技术优势和市场竞争优势。

自1995年以来，格力电器公司的空调产销量、销售额、市场占有率连续14年位居中国空调行业第一。2005年，公司家用空调销量突破1000万台/套，实现销售世界第一的目标，成为全球家用空调“单打冠军”，2005年至2008年格力空调连续4年产销量位居世界第一。格力电器公司在国内有珠海、重庆、合肥，国外拥有巴西、巴基斯坦、越南共6大生产基地，4万多



名员工，至今已开发出包括家用空调、商用空调在内的20大类、400个系列、7000多个品种规格的产品，能充分满足不同消费群体的各种需求。2008年，格力电器公司的全球用户已超过8800万，“好空调，格力造”早已经成为家喻户晓的广告词。

格力电器公司之所以取得如此辉煌的成就，源自于格力最大限度地发挥自己的“工业精神”，这也是其企业文化的核心。

坚持走以技术、质量取胜的道路，坚持走自主研发的发展道路是格力电器公司的最大特点。格力电器公司不断推出具有自主知识产权的高科技新产品，为全球消费者提供技术领先、品质卓越的空调产品。格力电器公司拥有技术专利近2000项，自主研发的GMV数码多联一拖多机组、离心式大型中央空调、G-Matrik直流变频空调等一系列高端产品填补了国内空白，打破了美日制冷巨头的技术垄断，成为从“中国制造”走向“中国创造”的典范，在国际舞台上赢得了广泛的知名度和影响力。格力电器公司的副董事长、总裁董明珠说：“格力的研发投入没有限制，只要觉得需要就会投，上不封顶。”这就是格力电器公司的研发精神。仅2008年，格力电器公司在研发上投入了十几个亿，占总销售额的4%左右。

关于格力电器公司产品的质量，曾经有一位非洲国家领导人开玩笑说：“格力空调什么都好，就是有一个缺点——空调噪声太低。”这就可以反映出格力空调的质量好。董明珠是这样看待格力产品的品质问题的：“产品的品质才是战略，除此之外都是战术，格力坚持用品质取胜，不会简单地参加价格战。比如说格力空调，材料成本比别的空调多几百块钱，要想打价格战，就要降低材料成本，降低标准，你的产品虽然能低价卖出，但是消费者会是受害者，买回去很快就会看到问题。在行业里面比别人更加耐得住寂寞，格力吃得了这个亏。”很多企业强调短期利益，但格力电器公司不是。格力电器公司有更长远的战略眼光，就是继续发挥格力的技术、质量、服务的优势。



格力电器公司没有多少花招，无论是对待客户，还是对待员工。“一不政治作秀，二不随波逐流，三不被利益驱使。”这是董明珠为格力电器公司所规定的三条原则，这三条原则听起来也很适合股市中的投资者。

科技创新是企业发展的原动力，营销创新则是企业立足市场、棋行天下的锐利武器，不断建立的适合自身发展的营销渠道是格力成功的保证。格力电器公司的营销模式常变常新，经历了市场和时间的严峻考验，正焕发出越来越强大的生命力。

1994年，格力电器公司首创“淡季贴息返利”模式；1996年，格力电器公司首创“年终返利”模式，被誉为“格力模式”，在业内沿用至今；1997年，格力电器公司独创了以资产为纽带、以品牌为旗帜的区域性销售公司模式，被经济界、理论界誉为“二十一世纪经济领域的全新革命”。

2007年9月28日，全国首家格力电器“4S+1”专业店于山东济南正式成立。“4S+1”专业店首先为消费者提供“4S”的专业化服务，“4S”是指销售、售后服务、信息化管理和配件供应的一体化。消费者在享受舒适的购物环境、专业化的接待服务后，门店将利用先进的信息化系统实现快捷的送货、安装服务，同时在门店内能够为消费者提供进行“白领化”的售后服务、及时的配件供应。“4S+1”专业店的推出标志着空调行业由“专卖”向“专业”转变的步伐正式迈出。

到2009年，格力电器公司的经销网点已超过20000家，全球格力电器公司产品专卖店近10000家（其中海外格力电器公司产品专卖店1000多家），专业售后服务网点超过5000家，专业售后服务人员30000多人。

格力电器公司的专业化和偏执的个性使格力电器公司一直保持自己的领先优势。正如格力电器公司的董事长朱江洪所说：“多元化经营势必样样都遭遇激烈竞争，格力没有其他行业上绝对的技术优势，所以，就专心做有把握的空调。”他发现“这是双很好的鞋子，我们穿上能大步向前”。格力电器

公司始终坚持将资金投入到自己有竞争优势的空调业务上，到 2008 年年底，格力电器公司的空调及配件占主营业务收入的 98.8%。

与之相比，中国最早的空调企业、昔日的霸主——春兰空调公司曾经占据了空调市场 50% 以上的份额，现在却只能通过获得财政补贴、出售资产等方式艰难保壳。而像奥克斯公司、科龙电器公司都曾由于多样化经营，试图进入汽车制造业而造成失败。

格力电器公司没有通过并购企业来实现扩张，因为这样有利于格力保持自己的企业文化。在董明珠眼里，格力既不排斥、也不否认多元化，但她有一个不可动摇的前提：“格力要能把握自己，格力要能掌控，格力要有主主权。”只是在 2004 年 9 月，格力电器公司宣布以 1.5 亿元收购格力集团旗下的压缩机、小家电等业务。在被收购的企业中，凌达公司的压缩机、格力电工公司的漆包线以及新元电子公司的镀膜电容都可以直接作为格力空调产业链上的配套产品，对于当时空调年产量正在向 1000 万台冲击的格力电器公司来说是有益的。这是格力电器公司迄今为止唯一的收购，此后，再也没有把并购提上日程。

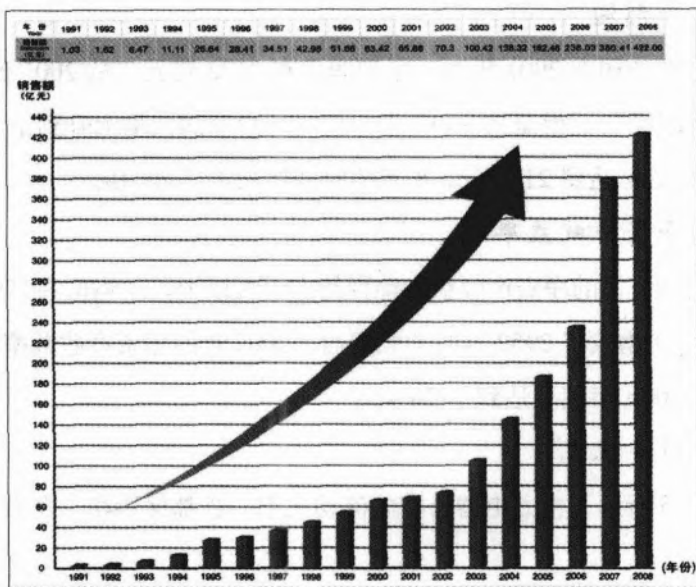
二、财务数据分析

在做财务数据分析时，我们重点要分析格力电器公司从 2001 年到 2008 年这 8 年间的变化情况。

（一）销售收入

格力电器公司的销售收入从 1991 年时的 1.03 亿元快速增长，如图 5-2 所示，到 2001 年时达到 65.88 亿元，到 2008 年已经超过了 420 亿元，2001 年到 2008 年，这 8 年间销售收入增长了 6.4 倍。

（二）利润率



数据来源：格力电器公司的官方网站 (www.gree.com.cn)

图 5-2 格力电器 1991~2008 年销售额变化情况

格力电器公司的毛利率平均在 17%~19% 之间，净利率的平均值在 3%~4%，到了 2008 年，企业的净利率达到 5%，如表 5-4 所示。

表 5-4 格力电器 2001~2008 年利润表

单位：万元

项目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
一、营业收入	4203238	3800918	2380287	1824812	1383261	1004238	702969	658797
营业成本	3373319	3111708	1948480	1487488	1154924	827805	556840	514530
二、营业利润	223981	137481	76087	62527	48044	37167	36683	32457
三、净利润	210274	126975	62815	50961	42078	33727	29680	27281
毛利率 (%)	19.74	18.13	18.14	18.43	16.51	17.57	20.79	21.90
净利率 (%)	5.00	3.34	2.64	2.79	3.04	3.36	4.22	4.14

(三) 净利润

格力电器公司在 2001 年时, 净利润只有 2.73 亿元, 从 2001 到 2006 年只能算是稳定增长, 但是到 2007 年, 公司的净利润大幅上升到了 12.69 亿元, 2008 年更是达到 21 亿元, 8 年的时间增长了 7.69 倍。

(四) 净资产收益率

格力电器公司的净资产收益率能保持在 15% 以上, 平均值在 17%~18%, 即使在 2007 年增发了 2952 万股的股票后, 2007 年的净资产收益率也能达到 20% 以上, 2008 年甚至达到了 28%。

(五) 财务状况

如表 5-5 所示, 格力电器公司的流动比率一直都保持在 1 左右, 长期负

表 5-5 格力电器 2001~2008 年重要财务数据表 单位: 万元

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
货币资金	366629	413097	127684	57269	60738	129751	176481	129769
存货净额	478987	722631	515680	317284	352637	119645	84407	111171
流动资产合计	2327707	2100979	1273 862	984818	1036641	688946	614472	614482
固定资产合计	457 218	324 625	275792	239238	196252	113562	76782	55919
短期借款	840	0	5100	37601	30615	0	0	0
流动负债合计	2306922	1968517	1283502	986620	1020626	609233	527984	516420
长期负债合计	0	0	1235	418	3743	300	200	200
实收资本 (或股本)	125239	83493	80541	53694	53694	53694	53694	53694
股东权益合计	772727	586013	311302	272193	244129	217233	183528	172465
经营活动产生的现金净额	36 854	279 279	175296	77373	13570	13908	73589	-4020
流动比率	1.01	1.07	0.99	0.99	1.01	1.13	1.16	1.19
净资产收益率 (%)	28.12	22.56	20.87	18.72	17.24	15.53	16.17	15.82



债极少，从2006年以后，根本就没有长期负债。其实格力电器公司连短期借款都很少，这意味着企业不需要通过银行就能够满足资金的周转，这就降低了利息费用。正如总裁董明珠所说：“从1997年起，格力就不从银行贷款了，所以金融危机对格力也没有影响。”

（六）现金流量

从2001年至2008年，这8年间，格力电器公司经营活动产生的现金流量明显上升，产生的现金流量总额为66.67亿元。

三、股票价格的变化情况

格力电器公司的股票价格在2002年时大致为每股9元左右，按当时的股本5.37亿股，净利润2.97亿元计算，市盈率为16.3倍，价格稍微偏低。到了2009年年底，如表5-6所示，2002年时的每1万股股票经过分拆后，已经变为 $10000 \times 1.5 \times 1.5 \times 1.5 = 3.375$ 万股。此时，格力电器公司的股票价格在每股27元左右，7年的时间，股价已经上涨了 $3.375 \times 27 \div 9 = 10.125$ 倍。图5-3为格力电器2001~2010年股票价格走势。图

表5-6 格力电器股票分拆方案（每10股）

送股(股)	转增股(股)	股权登记日
—	5.00	2009-06-02
—	5.00	2008-07-11
—	5.00	2006-07-10

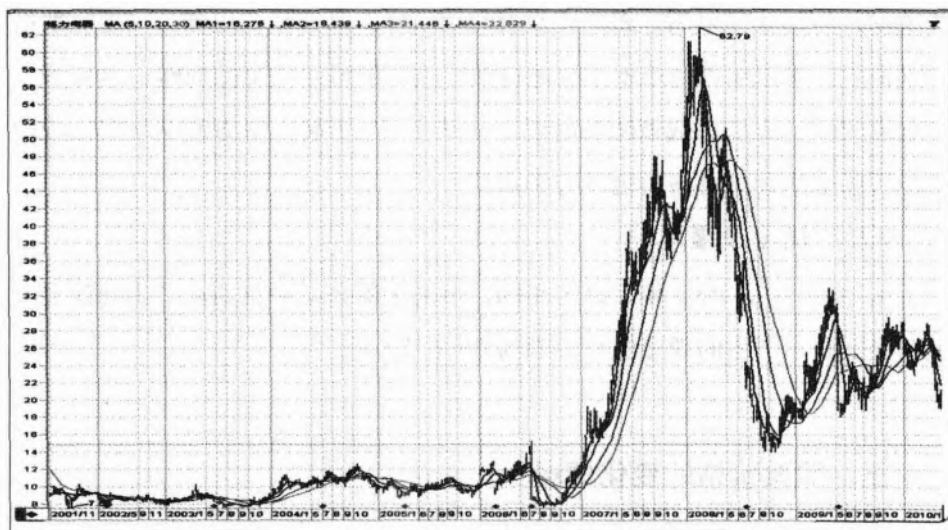


图 5-3 格力电器 2001~2010 年股票价格走势

第三节 苏宁电器

一、公司简介

苏宁电器连锁集团股份有限公司是中国3C（家电、电脑、通信）家电连锁零售企业的领先者，是商务部重点培育的“全国15家大型商业企业集团”之一。公司的前身是1996年5月成立的江苏苏宁家电有限公司，江苏苏宁家电有限公司由南京苏宁实业总公司及张近东和其他几位自然人共同出资成立，注册资本120万元。

江苏苏宁家电有限公司最初从事家用、商用空调的批发、零售、工程业务和售后服务。2000年，为顺应市场变化，公司开始转型为综合家电的连锁



经营。2001年6月，苏宁家电（集团）有限公司整体变更为苏宁电器连锁集团股份有限公司。2004年7月，苏宁电器公司在深圳证券交易所上市。

在2003年年底，公司上市之前，苏宁电器公司的连锁经营网络就已经遍布全国十几个省市，有22家控股子公司，共拥有直营连锁店41个，并在合肥和镇江等地还设有6家参股公司（拥有2个连锁店）。此外，公司在华东、华北、东北、西南等地区初步发展了部分特许连锁店。苏宁电器公司的连锁体系主要经营空调、彩电、冰箱、洗衣机、小家电、电脑、手机、数码等多品牌、多规格和不同型号的家电产品。消费者都很清楚国内大型的电器连锁企业只有国美电器公司、苏宁电器公司、大中电器公司这三家，所以，对于苏宁电器公司的市场地位不容置疑。

经上市后几年的发展，截至2009年，苏宁电器公司连锁网络已经覆盖30个省，300多个城市以及中国香港和日本，拥有1000家连锁店，80多个物流配送中心、3000家售后网点，经营面积500万平方米，员工12万多人。苏宁电器的品牌价值达到了455.38亿元，蝉联中国商业连锁第一品牌，进入中国上规模民营企业前三强。在中国企业500强中排名第54位，入选福布斯亚洲企业50强。

关于苏宁电器公司的成长与发展，咱老百姓有目共睹，它的快速发展是由我国家电连锁行业的广阔发展前景和苏宁电器公司自身的竞争优势两方面的因素所决定的。

（一）中国的家电连锁行业具有广阔发展前景

国民经济的发展客观上会促进综合家电连锁经营行业的持续增长。

首先，随着我国继续实施扩大内需的政策，我国居民收入的增加、居住条件的不断改善、消费观念的改变以及消费结构的升级，会有利于我国家电市场进一步发展。随着信息技术的快速发展，信息家电开始进入成长期。与此同时，传统的家电产品也将沿着数字化、网络化的方向发展，这就使得家

电市场的需求量呈现不断上升的趋势。

其次，我国家用电器的整体普及率相对于发达国家而言较低，尤其是农村家用电器普及率更低，这就使得我国家用电器市场的发展潜力巨大。

最后，城镇化进程的加快推动了家用电器的消费，成为我国家电连锁企业持续快速发展的动力。

(二) 苏宁电器公司自身具有以下几个方面的竞争优势

1. 行业优势

围绕市场需求，按照专业化、标准化的原则，苏宁电器公司将电器连锁店店面划分为旗舰店、社区店、专业店、专门店 4 大类、18 种形态，旗舰店已经发展到第七代。苏宁电器公司采取“租、建、购、并”四位一体、同步开发的模式，保持稳健、快速的发展态势，每年新开 200 家连锁店，同时不断加大自建旗舰店的开发，以店面标准化为基础，通过自建开发、订单委托开发等方式，在全国几十个一二级市场推进自建旗舰店的开发。

2. 经营模式优势

家用电器的连锁化经营是国际通行的流通方式，在国内是一种新型的电器零售模式。连锁化经营的竞争优势一方面表现在连锁经营的规模优势，另一方面表现在专业化分工的专业优势。苏宁电器公司通过“统购分销”进行集中采购，从不同品牌厂家大批量进货，获得电器制造商最大限度的批量价优惠，同时依托自建的物流网络和维修队伍，建立了售前、售后服务体系，具有很强的规模优势。近年来，家电连锁企业无论是销售总额的增长速度，服务水平还是综合绩效，都远远领先于其他业态家电销售商，显示了连锁化经营的强大生命力和良好的成长性。

3. 物流优势

物流是苏宁电器公司的核心竞争力之一。苏宁电器公司多年以来逐步形成了自身家电零售的物流配送技术，在多年的产品销售旺季，经历了大批



量、高频率的集中产品物流配送的市场考验。苏宁电器公司的物流配送系统与一般的商业零售连锁企业的物流配送不同，一般的商业零售连锁企业的物流配送是从配送中心到连锁店，而苏宁电器公司的物流配送则是直接由配送中心运至客户，这种直接由配送中心运至客户的配送模式能够简化连锁店的经营功能，便于连锁店的快速发展。同时，在配送体系先期投入一定的情况下，连锁店和销售规模的扩大具备了较明显的规模效应。

苏宁电器公司注意将物流配送与信息系统协同运作，不但使公司能够及时获得销售和存货等各项信息，便于及时进行经营决策。而且通过终端销售、商品配送的同步进行以及商品直接由配送中心配送至客户的方式，简化了连锁店的功能。公司已经建立了区域配送中心、城市配送中心、转配点三级物流网络，依托 WMS（仓库管理系统）、TMS（运输管理系统）等先进信息系统，实现了长途配送、短途调拨与零售配送到户一体化运作。平均配送半径为 80~300 公里，日最大配送能力 17 万台/套，实现 24 小时送货到户。

4. 信息优势

苏宁电器公司于 2000 年开始实施企业 ERP 系统（企业资源规划系统），并随着经营规模不断扩大而逐渐得到完善，实现了企业内部进、销、存及配送、安装、维修的流程化管理，并与财务系统无缝对接，实现了数据的自动传送和统计。

通过 ERP 系统，公司可以对各地子公司进行有效的风险控制管理和及时正确的支持指导，实现管理优势快速、安全的复制，同时，通过及时准确的信息传递，使整个公司的市场反应速度大为提高。另外，在 ERP 系统强大支持下，公司可以从容对付季节性销售大幅上升、节假日促销和新的连锁店开业等各种业务管理问题。

5. 客户服务优势

服务是苏宁电器公司的唯一产品，顾客满意是苏宁服务的终极目标。

“专业自营”是苏宁电器公司售后服务的特点，到 2009 年，苏宁电器公司在全国已经拥有了 1800 多个售后网点、30 家高端技术服务中心、15000 名服务人员、500 名高技能电器技师，负责提供安装、维修、保养等各项服务。服务品类涉及彩电、冰箱、小家电、通信、IT 五大品类、上百个品牌。

在客户服务方面，苏宁电器公司建立了业内首个以呼叫中心为平台、以 CRM（客户关系管理系统）为管理目标的客户服务体系。2007 年，苏宁电器率先建立了业内最大的南京呼叫中心——坐席数约 1000 人，拥有 1000 多条电话线路，全国日最大信息量 10 万余条，实现了全国统一受理与回访，全国统一服务热线全天 24 小时为客户服务。

6. 管理优势

连锁经营企业发展成败的关键之一在于公司管理，专注过程、专注细节的企业作风是苏宁电器公司管理的特色。随着公司规模扩大，公司不断学习借鉴国内外大型连锁经营企业管理的模式，并结合自身实际和环境条件，调整变化，注重制度建设和体系化管理，公司的管理理念已被越来越多的员工认同。与现代企业管理相适应、与连锁发展相适应的激励约束机制经过近几年的实践和不断完善，结构体系已经成型，基本形成了苏宁电器公司的管理优势和特色。董事长张近东为苏宁电器公司所创建的企业文化和以孙为民为代表的管理团队都是苏宁电器公司取得成功的保证。

二、财务数据分析

（一）销售收入

苏宁电器公司销售收入从 2003 年时的 60.3 亿元快速增长，到 2008 年已



经达到 498.9 亿元，这 6 年间增长了 8.3 倍，如表 5-7 所示。

表 5-7 苏宁电器 2003~2008 年利润表

单位：万元

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
一、营业收入	4989670	4015237	2492739	1593639	910724	603371
营业成本	4133475	3434674	2232971	1439344	821869	551645
二、营业利润	296437	225006	112272	55462	29227	17423
三、净利润	217018	146542	72030	35062	18120	9890
毛利率 (%)	17.16	14.46	10.42	9.68	9.76	8.57
净利率 (%)	4.35	3.65	2.89	2.20	1.99	1.64

(二) 利润率

苏宁电器公司的毛利率从 2003 年时的 8.57%，稳步上升，到 2008 年时，已经达到了 17.16%。净利率也从 2003 年时的 1.64%，提升到 2008 年的 4.35%。毛利率的上升是由于苏宁电器公司的规模优势所造成的，由于企业的固定成本变化不大，当电器连锁企业的销售额增加时，企业的毛利率就会上升。

(三) 净利润

苏宁电器公司在 2003 年时，净利润只有 9890 万元，到 2008 年时已经达到 21.7 亿元，6 年的时间增长了 21.9 倍。企业的盈余公积金和未分配利润也在不断上升，未分配利润已从 2003 年的 1.44 亿元，上涨到 2009 年的 43.34 亿元，强化了股东权益。

(四) 净资产收益率

苏宁电器公司的净资产收益率从 2004 年上市之后，一直可以保持在 20% 以上，如表 5-8 所示。

表 5-8 苏宁电器 2003~2008 年重要财务数据表 单位: 万元

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
货币资金	1057423	746529	333978	70328	53059	10314
流动资产合计	1718822	1359819	817948	385904	181825	65490
固定资产合计	338044	195186	51914	28827	14496	6309
短期借款	15600	14000	27600	8000	2000	4000
流动负债合计	1247856	1139064	563621	308652	118615	48826
长期负债合计	0	351	351	255	0	0
实收资本(或股本)	299100	144150	72075	33537	9316	6816
未分配利润	433448	274254	113921	52336	28093	14374
股东权益合计	911232	482788	308436	116904	83091	25505
经营活动产生的现金净额	381914	349647	15075	14922	12080	8120
流动比率	1.38	1.19	1.45	1.25	1.53	1.34
净资产收益率(%)	24.73	31.69	23.35	29.99	21.81	38.78

(五) 财务状况

苏宁电器公司的货币资金和营运资金在不断提高,在2003年时,货币资金只有1亿元,到了2008年时,已经达到了105.7亿元,通过经营活动积累了大量资金。企业几乎没有长期负债,短期借款也极少。

(六) 现金流量

苏宁电器公司在2003年时经营活动产生的现金流量只有8120万元,此后不断增长,到了2008年时已经达到38.19亿元,从2003年至2008年6年间,苏宁电器公司经营活动产生的现金流量总额为78.17亿元。



三、股票价格的变化情况

苏宁电器公司的股票价格在 2004 年刚上市时大致在每股 36 元左右,按当时 9316 万股的股本计算,苏宁电器公司的总市值为 33.53 亿元,2004 年公司的净利润为 1.81 亿元,市盈率为 18.5 倍。到 2009 年年底,最初的每 1 万股股票经过分拆后变为 $10000 \times 2.0 \times 1.8 \times 2.0 \times 2.0 \times 2.0 \times 1.5 = 43.2$ 万股,如表 5-9 所示,按 2009 年年底每股 18 元左右的价格计算,5 年的时间里已经上涨了 $43.2 \times 18 \div 36 = 21.6$ 倍。

表 5-9 苏宁电器股票分拆方案 (每 10 股)

送股(股)	转增股(股)	股权登记日
2.00	3.00	2009-04-09
—	10.00	2008-09-25
—	10.00	2007-04-05
—	10.00	2006-09-20
—	8.00	2005-10-14
—	10.00	2005-06-02

如果是苏宁电器公司上市时的发行价每股 16.33 元计算,发行价的市盈率为 11.26 倍,到了 2009 年年底,5 年的时间里,股票价格已经涨了 $43.2 \times 18 \div 16.33 = 47.62$ 倍!图 5-4 为苏宁电器 2004~2010 年股票价格走势图。

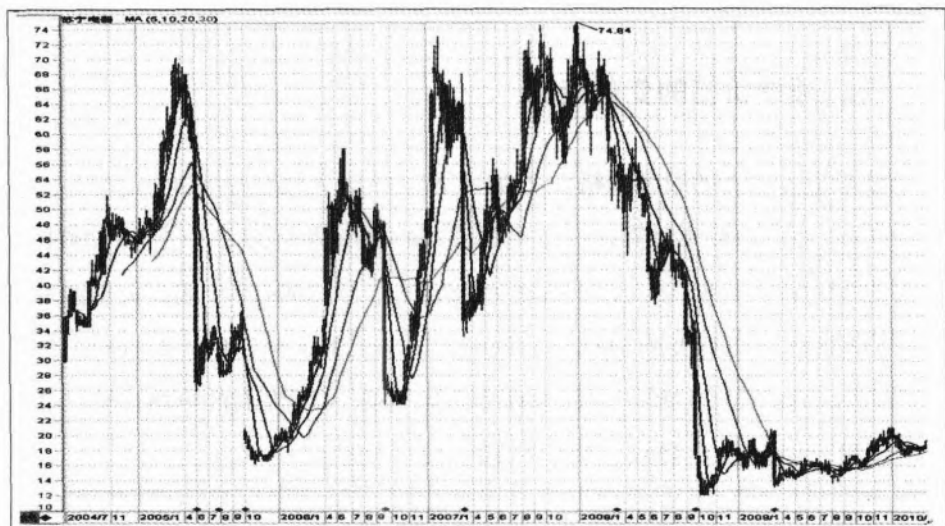


图 5-4 苏宁电器 2004~2010 年股票价格走势

第四节 中联重科

一、公司简介

长沙中联重工科技发展股份有限公司其前身是建设部长沙建设机械研究院（简称建机院）在长沙高新技术产业开发区登记注册的全资子公司——长沙高新技术产业开发区中联建设机械产业公司，公司成立于 1992 年 9 月，注册资本 180 万元。1999 年 8 月，公司在整体改制的基础上，联合其他 5 家公司作为发起人，以发起方式设立了股份有限公司。完成股份制改造后，中联重科公司于 2000 年上市。

中联重科公司的主要发起人建机院主要从事建筑、能源、交通等基础设



施建设的重大装备及新技术、新工艺和新材料的科研开发工作，建机院同时还负责行业发展规划、行业标准的制订以及产品质量监督与检验等行业技术工作。国家建筑与城建机械质量监督检验中心、建设部商品混凝土机械工程技术研究中心和中国建设机械协会所属的13个专业委员会的秘书处均设在建机院。

建机院的前身是1956年在北京成立的建筑工程机械施工总局设计室。建院40多年来，建机院先后完成国家重大科研课题643项（其中荣获国家、省部级科技成果奖132项），获授权专利137项，负责制（修）订国家行业标准79项，建机院的一大批科技成果都具备国内领先水平。建机院还先后与国内上千家企业建立了技术合作关系，在国家各个经济建设时期为国家重点建设和行业技术进步做出了巨大贡献。正是建机院在科研开发和技术应用上的支持，成为中联重科公司以后成功发展的坚强后盾。

然而，从建机院到中联重科公司的转变是一个漫长的过程。

从1985年到1992年，建机院兴办了七八家企业，进行了多种尝试。最大的一次尝试是利用院里的一个实验车间，投资90多万元购买设备，请长沙建机厂的师傅来帮助生产产品，结果十几个人干了两年，没有挣到钱反而亏损了。后来建机院的人开始自己干，买别人的散件组装产品，生产了两台压路机和两台翻斗车，压路机只卖出去一台，而翻斗车一台都没卖出去。接着又生产打桩机，勉强能够养活车间的十几个人，发工资都很勉强，更没有钱搞科研。在1990年最危难的时候，有一部分建机院的科技人员离开了车间，没有走的人也人心惶惶。在这种情况下，仍有一部分科研人员反对科研院所向企业转变。他们认为建机院里不应该办企业，潜心搞图纸就行了。新老观念发生了冲撞，这也是我国国有企事业单位在改革和发展时普遍存在的大问题。

建机院兴办的其他企业都没有成功，只有中联重科公司现在的董事长詹

纯新领导的中联公司获得了成功。原因主要有两点，第一是那些失败的企业仍然吃建机院里的大锅饭，由院里投资，人员的工资也由院里支出，没有压力，缺少动力；第二是没有一个好的带头人。

詹纯新领导的中联公司的做法是：除他之外的7个人，工资都与院里切断，人员双向选择。由于公司的场地要交租赁费，从院里购买技术要交转让费，人员要交管理费，产品要交提成费，所以，员工的压力非常大。詹纯新说，那时建机院的人大都不愿去，愿去的人一共就8个。

随着企业经济效益的提高，特别是人员收入的提高，中联公司对建机院职工的吸引力也越来越大，到1994年，科研人员都想到中联公司去，1995年建机院在岗技术人员中有一半来到了中联公司。

建机院的科研力量整体并入企业后，年轻的企业和年老的研究机构有许多碰撞，研究院式的人事和分配制度显然不适应市场经济，对中联重科公司的消极作用日益明显。为了理顺从研究院到企业的科研人员的管理体制，中联重科公司曾进行了多次人事和分配制度改革，如施行“全员下岗、竞争上岗、评聘分开、末位淘汰”的用人机制，以及根据效益对科研人员进行奖励的分配机制。

中联公司的业务也从生产混凝土泵开始转向实业。在20世纪90年代初，国内85%的混凝土泵要从国外进口。詹纯新经过调查决定用建机院自己设计开发的技术生产混凝土输送泵。1993年7月，中国第一代具有自主知识产权的混凝土输送泵在中联重科公司诞生。当年生产了10台，利润达到230万元。第二年正当市场更为红火的时候，最初投入运行的泵出现了问题，此时，詹纯新决定停产，全力以赴提高产品质量，进行更新换代。全新优化配置的第二代产品取得了空前成功，当年销售了45台，实现利润1100万元。詹纯新认为，如果当时不停产，可能卖什么产品都会砸了市场；如果技术人员不走向市场，不访问客户，科研院所就不可能成功地走上产业化道路。



中联重科公司的系列产品广泛应用于高层建筑、交通（公路、铁路、机场）、能源（水电、火电、核电）、桥梁、隧道、港口码头和地下工程等项目的施工建设，公司曾参与多项国家级重点工程，如：黄河小浪底水利枢纽工程、长江三峡、葛洲坝水利枢纽工程等。从根本上改变了我国建筑业重大装备长期依赖进口的落后局面，实现了国内产品大量替代进口产品的局面。

上市后，中联重科公司一直保持高速发展，连续多年被评为“最具成长性”企业。公司每年拿出销售收入的 5% ~ 7% 投入科研。中联重科公司在 2008 年全球工程机械行业排名第 17 位，全国工程机械行业利润排名第一位，在沪、深两市上市公司的综合绩效排名位于前列，进入“中国企业 500 强”“中国机械工业 50 强”。

到 2009 年，中联重科公司生产的主导产品中有 13 大类别、28 个系列，450 多个品种具有完全的自主知识产权，是全球产品链最完备的工程机械企业。在 2008 年收购意大利 CIFA 公司后，混凝土机械产品市场占有率跃居全球第一。中联重科公司的塔式起重机年产量达到 2000 台，环卫机械产量达到 3000 台，市场占有率均居国内第一；汽车起重机年产量在 5000 台以上，市场占有率国内第二位。中英文商标“中联”与“ZOOMLION”均认定为“中国驰名商标”，多个系列产品获中国免检产品、中国名牌产品称号。中联重科公司的产品畅销包括港澳地区在内的国内市场，并远销海外，深受用户青睐。

中联重科公司国际化的步伐越来越大、越来越快，其中产品的出口增长迅速，并明显呈现以下特点：

(1) 出口国家和地区增多，开始从传统的中亚、南亚、非洲、拉美等地区的发展中国家，逐步向澳洲、欧洲、美洲等地区的世界发达国家市场推进。2007 年 8 月，中联重科公司生产的 200 吨履带吊首次出口北美，成功进入世界工程机械顶级市场。

(2) 从单一品种向多品种拓展。目前中联重科公司的混凝土机械、环卫机械、汽车起重机、履带起重机等各个系列齐头并进。

(3) 出口数量从单台零售实现向批量外销的提升。中联重科公司正以其国际化企业的强劲气势全面参与国际竞争。

未来的中联重科公司，将会以总部所在地湖南长沙市为轴心，向常德市伸展，形成一百多公里的长常工业走廊。另外，中联重科公司已经在上海、陕西、广东以及意大利米兰等地，打造了中联科技园、麓谷工业园、泉塘工业园、常德灌溪工业园、望城工业园、益阳沅江工业园、陕西渭南工业园、上海工业园、意大利 CIFA 工业园等产业园区，总面积近 300 万平方米，国内支点和国际支点遥相呼应。

在研发方面，中联重科公司将用国内的研发力量针对中国本土特色进行创新，而利用意大利 CIFA 公司的资源去开发世界最前沿的技术，立足于高端市场创新，使中联重科公司的技术含量日臻完美。

中联重科公司在国内销售体系非常完善的前提下，在海外也搭建了多层次业务平台，把传统单一的销售模式加入了融资租赁业务，通过其建设的融资租赁全球服务体系，延伸了销售服务内涵。

在企业文化方面，中联重科公司管理团队已经趋于国际化。在2008年并购意大利的 CIFA 公司时，中联重科公司并没有选择企业文化的强势“并购”，而是采取了兼容并蓄，淡化中国本土文化意识，贯穿一种新的国际文化。董事长詹纯新对中联重科公司的定位非常清醒：做全球性企业，而不是中国企业的全球化。

二、财务数据分析

2000年中联重科公司上市以来，在企业发展的第一个十年里，中联重科



公司作为工程机械行业上市公司中唯一没有进行过增发和配股的公司，仅仅用 6.3 亿元的一次性融资，便换来了十年的高成长。

(一) 总资产

中联重科公司的资产总额由 2000 年 2 月底的 9.50 亿元，增长至 2009 年 9 月的 292.65 亿元，增长了 30.81 倍。

(二) 销售收入

中联重科公司在 2000 年时的销售收入只有 2.44 亿元，到 2008 年已经达到 135.48 亿元，9 年间增长了 55.4 倍，如表 5-10 所示。

表 5-10 中联重科 2003~2008 年利润表

单位：万元

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
一、营业收入	1354878	897356	465756	327888	338045	117333
营业成本	984162	640479	341231	240468	247789	74729
二、营业利润	165959	135801	50437	32337	38977	23251
三、净利润	156938	133358	48242	31047	38285	23075
毛利率 (%)	27.36	28.62	26.73	26.66	26.70	36.31
净利率 (%)	11.58	14.86	10.36	9.48	11.32	19.66

(三) 利润率

中联重科的毛利率一般都保持在 27% 左右，净利率平均在 11% 左右，而机械行业内企业的平均毛利率是在 20% 左右，中联重科公司的利润率水平明显高于行业平均水平。

(四) 净利润

中联重科公司在 2000 年时，净利润只有 5256 万元，到 2008 年时已上升到了 15.69 亿元，9 年的时间增长了 29.9 倍。

(五) 净资产收益率

中联重科公司的净资产收益率一直都保持在 17% 以上, 到 2007 年以后, 由于销售收入和净利润的大幅上升, 净资产收益率已经超过了 25%。

(六) 财务状况

中联重科公司从 2000 年到 2007 年财务状况一直非常良好, 保持一定的营运资金, 长期负债极少。但是到了 2008 年, 中联重科公司为实现企业的扩张, 进军土方机械和散料运输机械领域, 进行了一连串的收购, 使企业的短期借款和长期负债都大幅增加。如表 5-11 所示, 公司的“短期借款”账户从 2007 年时的 8.47 亿元, 增加到了 2008 年的 46.18 亿元, “长期负债”账户从 2007 年时的 3.24 亿元, 增加到 2008 年的 37.01 亿元, 财务状况面临着挑战。尽管公司在技术上竞争优势和在管理水平上的优势是值得肯定的, 这些

表 5-11 中联重科 2003~2008 年重要财务数据表 单位: 万元

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
货币资金	336688	105042	98992	65102	50676	41734
存货净额	517114	263168	150117	97984	93469	67690
流动资产合计	1401048	633160	373900	278088	243915	172305
固定资产合计	300671	138341	117546	103247	77470	59706
短期借款	461846	84673	32076	102066	85087	65108
流动负债合计	1299051	444469	299179	238187	189413	129342
长期负债合计	370052	32383	1332	2158	2786	4356
实收资本 (或股本)	152100	76050	50700	50700	50700	39000
股东权益合计	534352	375075	229761	173175	162049	122711
经营活动产生的现金净额	31262	45991	43707	46272	23305	-3239
流动比率	1.08	1.42	1.25	1.17	1.29	1.33
净资产收益率 (%)	29.37	36.75	20.93	17.92	23.62	18.65



被收购的企业也都是和中联重科公司的主营业务相关的企业，但中联重科公司同样应该注意大肆扩张容易给企业造成严重的财务负担。

（七）现金流量

中联重科公司从2003年至2008年经营活动共产生现金流量18.72亿元，相对于我们分析过的其他几家企业而言是比较少的。中联重科公司的利润在不断增长，而现金流量的增长并不快。企业利润的增加意味着企业资产的增加或是负债的减少，对于中联重科公司而言大幅增加的是企业的应收账款和存货，尤其是存货的增加更值得注意。中联重科公司的“存货净额”账户已从2005年时的9.80亿元，增加到2008年的51.71亿元，所以，公司应该更加注意提高应收账款和存货的周转率。

三、股票价格变化情况

中联重科公司的股票价格在2000年时约为每股24元，按当时的净利润0.52亿元，总股本1.5亿股计算，总市值是36亿元，全面摊薄的市盈率是69.2倍，这个市盈率看起来很离谱。但即使是这样，到了2009年年底，最初的每1万股股票经过分拆后变为 $10000 \times 2.0 \times 1.3 \times 1.3 \times 1.5 \times 2.0 \times 1.1 = 11.15$ 万股，如表5-12所示，按2009年年底每股24元左右的价格计算，10年的时间里股价已经上涨了 $11.15 \times 24 \div 24 = 11.15$ 倍。投资者肯定不应该以过高的价格去购买，但中联重科公司的快速发展却可以使最初的投资获得良好的回报。图5-5为中联重科2000~2010年股票价格走势图。

表 5-12 中联重科股票分拆方案（每 10 股）

送股(股)	转增股(股)	股权登记日
1.00	—	2009-07-09
7.00	3.00	2008-06-02
—	5.00	2007-04-11
—	3.00	2004-03-17
3.00	—	2002-11-06
2.00	8.00	2001-09-25



图 5-5 中联重科 2000~2010 年股票价格走势



第五节 贵州茅台

一、公司简介

茅台酒是世界三大名酒之一，是我国大曲酱香型酒的鼻祖。作为一家上市公司，贵州茅台公司在我国白酒行业中具有很强的基础研发能力，是我国白酒五大香型划分标准的提出者，正是贵州茅台公司最早阐明了微生物在白酒酿造中的作用，目前白酒行业必不可少的勾兑工艺理论也是贵州茅台公司率先提出的。贵州茅台公司的产品为国内白酒市场上唯一获“绿色食品”称号的天然优质白酒产品。

二、历史背景

1915年，美国为庆祝巴拿马运河通航，在旧金山举行了“巴拿马万国博览会”。贵州省推荐了茅台镇的“成义”“荣和”（前者酿出的酒俗称“华茅”，后者酿出的酒俗称“王茅”）两家的酒作为名优特产送展，当时农商部未加区分，一概以“茅台造酒公司”的名义送出，统称“茅台酒”。展会上茅台酒以其特点征服了各国的评酒专家，被誉为世界名酒，与法国科涅克白兰地、英国的苏格兰威士忌并称为世界三大蒸馏名酒，从此蜚声中外。获奖后“成义”（华茅）、“荣和”（王茅）两家作坊为国际金奖的所属争执不下，县商无法裁决，官司打到省府。1918年由贵州省公署下文调解：两家均有权使用“巴拿马万国博览会获奖”字样，奖牌由仁怀县商会保存。获奖后不久，茅台镇上即办起了生产茅台酒的第三家大作坊“恒昌”（后为“恒兴”，其酒俗称“赖

茅”）酒房，这三家烧房就是贵州茅台的前身。在激烈的竞争之下，茅台酒开始走出贵州，销往国际市场。

新中国成立后，1951 ~ 1952 年，地方政府通过购买、没收的方法把成义、荣和、恒兴三家烧房合而为一，成立了国营茅台酒厂，从此茅台酒厂不断发展壮大，虽几经波折仍艰难前进。

在巴拿马万国博览会夺取金奖之后，茅台酒又多次独揽国内国际金奖：蝉联历届国家名酒评比之冠、十四次荣获国际金奖，万般荣耀集于一身，王者风范显露无遗。茅台酒赢得了中国驰名商标第一名的盛誉。

贵州茅台公司于1997年1月成立了（集团）有限责任公司，逐步建立起现代企业制度。1999年集团公司实现股份化，成立了贵州茅台酒股份有限公司，公司于2001年上市。

三、企业的竞争优势和特点

茅台酒不仅具有高品质而且不可复制，而茅台酒之所以具有这种特性，主要是有以下几点原因：

（1）独特的微生物环境。茅台酒不可复制的根本原因是其具有极强的、排他的资源垄断性，拥有得天独厚的酿造自然环境。海内外都有过不少试图复制茅台酒却遭遇失败的先例。

20 世纪 70 年代，为了实现 1 万吨的指标，国家有关方面组织专门队伍，在名城遵义市郊筹建了茅台酒异地试验场，并从茅台酒厂搬来全套酿造工艺、最好的酿酒技师、发酵的大曲乃至窖泥。但经历十余年，酿出的酒却仍然不是茅台酒。

不知有多少人都感叹茅台酒的珍贵，挖空心思偷师学艺，结果无不以南橘北枳而告终。



研究显示，在茅台酒的酿造自然环境系统中，最特殊、也是对茅台酒的不可复制最具决定性的因素是其微生物环境，而这种环境的形成，是地理与历史两方面条件综合叠加、天机巧合的结果。此外，茅台地区的土壤、水质、原料等条件，也是其他地区所难以具备的。

茅台镇地处海拔 400 余米的低热河谷地带，气候冬暖夏热雨量少，加之两岸高山耸峙极其适宜微生物的生长和繁衍。中科院土壤专家实地考察后指出，茅台镇的紫色钙质土全国少有，是茅台镇酱香白酒生产的重要基础，再加上周围湿润、闷热的气候，形成了独特的微生物菌群。而这些微生物在酒曲和原料上的繁殖，以及其复杂的生物代谢机理，使茅台镇酱香白酒的风味成分更加复杂、协调。与此同时，这里的酿酒活动又是千百年经久不息，更使微生物的活动愈发活跃，微生物的种类又相对稳定，最终在茅台镇的上空编织出了不易受外来自然力破坏的微生物网。据初步分析，至少有 100 多种微生物对茅台酒主体香——酱香的形成有着直接影响。

茅台酒酿造用的水，由于地质、地貌构成的特殊性造成土壤和水中含有大量的有益物质成分。据专家考证，赤水河流经茅台地区，此处的地质、地貌结构主要是形成时间在七千万年以前的侏罗垩系紫色砂页岩和砾岩。受海拔高度及岩石风化后形成土母质的影响，茅台地区广泛分布着酸碱度适中的紫色土壤，土体中的砂质和砾石的含量很高，具有良好的渗水性。当地面水和地下水流渗过土壤层时，溶解了土壤中含有的多种有益微量元素，过滤出纯净无毒、硬度适中、甘甜可口的泉水流入赤水河，成为茅台酒酿造取之不尽、用之不竭的优质水源。

对于所有的茅台酒异地复制而言，离开了茅台镇，也就酿不出茅台酒的关键之处就在于，实验者可以搬走茅台酒酿造的所有部件和配方，但无论如何也搬不走其微生物环境、土壤和水质。可以说，茅台酒厂周围的整个大自然，都在为茅台酒保守秘密。

(2) 酿造技术独特。人们经常说，酒是陈的香。实际上一般白酒随着时间的推移，添加成分会逐渐挥发，香气也就会逐渐降低。茅台酒能够名副其实，真正做到越老越好、越陈越香，归根到底，恰恰就在于茅台酒不添加任何易挥发的香味添加剂，53° 贵州茅台酒连水也不允许添加，而其他白酒都需添加水、色素或其他物质。

茅台酒在工艺上的特点主要是指茅台酒基酒生产周期长，大曲贮存时间长，茅台酒基酒酒龄长。

茅台酒基酒生产周期长达一年，生产工艺流程包括二次投料、九次蒸馏、八次发酵、七次取酒，历经春、夏、秋、冬四季，而其他白酒只需几个月或十几天。

茅台酒大曲贮存时间长达六个月，之后才能流入制曲生产过程，比其他白酒多贮存 3 ~ 4 个月，这对提高茅台酒基酒质量具有重要作用；而且大曲用量大，是其他白酒的 4 ~ 5 倍。茅台酒一般需要长达三年以上贮存才能勾兑，通过贮存可趋利避害，使酒体更醇香味美，加上茅台酒高沸点物质丰富，更能体现茅台酒的价值，这是其他香型白酒不具有的特点。

另外，茅台酒生产工艺的季节性很强。茅台酒生产投料要求在农历九月重阳节进行，这与其他白酒随时投料、随时生产完全不同。之所以在重阳节投料，一是这时是高粱的收割季节，二是顺应茅台镇当地气候特点，三是避开高温时节，便于人工控制发酵过程，培养有利微生物体系。

(3) 对酿酒用的主要生产原料要求苛刻。一般说来，其他白酒酿造所用“纯粮”包括高粱、小麦同时还包括玉米、荞麦、大麦、大米及薯类、豆类。而茅台酒采用的纯粮，则仅为优质本地产的糯高粱和小麦，且小麦用量占 52%，严格执行 5 : 1 的投粮产出比率，即投入 5 公斤粮食，只生产 1 公斤酒，而其他白酒酿造的投粮产出比，最高者也仅为 3 : 1。



四、财务数据分析

贵州茅台公司拥有一张神奇的财务报表：

从上市起，贵州茅台公司就从来没有长期负债，甚至连短期借款也没有，如表5-13所示，大多数企业根本无法做到这一点。企业的货币现金、盈余公积金和未分配利润却一直在不断增加，贵州茅台的未分配利润已从2001年的7811万元，增长到2009年的79.25亿元。在公司的流动资产中大部分都是货币现金，其他企业都会因为长期借款或短期借款而产生利息费用，而贵州茅台则会因为大量的资金存在银行而获得利息收入，所以，你可以看到贵州茅台的“财务费用”账户是负值，而且在增加，如表5-13所示，充裕的资金为企业不断对投资者进行分红派息提供了保证。

（一）销售收入

贵州茅台公司的销售收入在2001年时是16.18亿元，到2008年已经达到82.41亿元，增长了5.09倍。

（二）利润率

一般的企业在销售收入增加时，能够保持企业的利润率不下降就不错了，而贵州茅台公司的毛利率可以保持在80%以上，在2008年甚至超过了90%。净利率从2001年时的20%，一直在不断上升，到2006年时超过了30%，到了2008年更是达到了46%，这是其他制造企业根本不敢想象的（表5-14）。

（三）净利润

贵州茅台公司的净利润从2001年的3.28亿元，增长到2008年的37.99亿元，企业的利润增长了11.58倍，而且全部来自于主营业务。

（四）净资产收益率

贵州茅台公司的净资产收益率在2001年时为12.97%，在2007年、2008年都达到了33%以上。

中国股市 价值投资指南

表 5-13 贵州茅台 2001~2008 年重要财务数据表 单位: 万元

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
货币资金	809372	472270	446309	389198	289832	234004	178030	195643
流动资产合计	1224075	727150	675057	601952	477263	375602	299125	286992
固定资产合计	283540	283337	244953	191038	150256	116247	91300	57628
短期借款	0	0	0	0	0	0	0	0
流动负债合计	425076	211261	339388	289520	215664	148554	105555	92575
长期负债合计	0	0	0	0	0	0	0	0
实收资本 (或股本)	94380	94380	94380	47190	39325	27500	27500	25000
盈余公积金	100113	83832	125330	96725	64856	42439	27528	16361
未分配利润	792467	507702	166479	166505	120340	63451	28824	7811
股东权益合计	1150341	836885	589700	509189	416914	343914	285284	253091
经营活动产生的 现金净额	524748	174330	210517	169370	97578	94170	43458	4228
购建固定资产 所付现金 (注)	101073	77245	73707	54084	35519	33428	46745	33169
净资产收益 率 (%)	33.79	34.38	25.51	20.68	19.68	17.06	13.21	12.97

注 购建固定资产所付的现金中还包括无形资产和其他长期资产。

表 5-14 贵州茅台 2001~2008 年利润表 单位: 万元

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
一、营业收入	824168	723743	489618	393051	300979	240101	183489	161804
营业成本	79971	87164	79117	68710	53505	47738	34055	28753
财务费用	-10250	-4474	-2526	-3226	-2599	-1605	-1746	-574
二、营业利润	539038	452534	248378	191885	148779	97543	64912	61014
三、净利润 (归母公司)	379948	283083	150411	111854	82055	58674	37679	32829
毛利率 (%)	90.30	87.96	83.84	82.52	82.22	80.12	81.44	82.23
净利率 (%)	46.10	39.11	30.72	28.45	27.26	24.44	20.53	20.29



（五）存货

对于贵州茅台公司而言，存货的价值反而应该会升值，所以，根本不需要担心。

（六）现金流量

贵州茅台公司经营活动产生的现金流量净额在 2001 年时为 4228 万元，到了 2008 年已经达到 52.47 亿元，增长了 124 倍。这 8 年间，共产生现金流量总额为 131.84 亿元。在这期间，贵州茅台公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产所付的现金总和只有 45.5 亿元，只占经营活动产生现金流量净额的 34.5% ($45.5 \text{ 亿元} \div 131.84 \text{ 亿元} \times 100\% = 34.5\%$)。企业对于资本性支出的需求，一方面是由企业所在行业的经济特性决定的，另一方面是由企业所处的发展阶段决定。所以，越往后发展，贵州茅台公司的这一比率（资本性支出 / 现金流量净额）会进一步下降，这就可以为贵州茅台公司积累大量的资金，具有这一优越特性的企业在每 100 家上市公司中可能才有一两家，这是属于贵州茅台公司的一种“现象”，就像罗纳尔多在足球场上一样。

本章在分析其他几家优秀的上市公司时并没有提到这一问题，这是因为其他公司的这一比率（资本性支出 / 现金流量净额）要明显高于贵州茅台公司，都无法与贵州茅台公司相比。这意味着其他很多公司，尽管企业表面上看盈利能力也不错，但是，它们经营活动所产生的现金净流量却难以满足公司发展的需求。

五、股票价格的变化情况

贵州茅台公司的股票价格在 2001 年刚上市时是每股 35 元左右，按当时的股本 2.5 亿股，净利润 3.28 亿元计算，市盈率约为 26.68 倍，这个价格

看起来好像并不便宜。到 2009 年年底，最初的 1 万股股票经过分拆后变为 $10000 \times 1.1 \times 1.1 \times 1.3 \times 1.2 \times 2.0 = 3.77$ 万股，如表 5-15 所示，此时，贵州茅台的股票价格大约在 170 元左右，9 年的时间里股价已经上涨了 $3.77 \times 170 \div 35 = 18.3$ 倍。

表 5-15 贵州茅台分配方案（每 10 股）

分红(元)	送股(股)	转增股(股)	股权登记日
11.56	—	—	2009-06-30
8.36	—	—	2008-06-13
7.00	—	—	2007-07-12
5.91	—	—	2006-05-23
3.00	—	10.00	2006-05-18
5.00	—	2.00	2005-08-04
3.00	—	3.00	2004-06-30
2.00	1.00	—	2003-07-11
6.00	—	1.00	2002-07-24

如果是从 2003 年下半年到 2004 年年初每股 25 元的价格计算（此时贵州茅台的股票价格正处在低谷），收益率会更高，到 2009 年年底股票经过分拆后变为 $10000 \times 1.3 \times 1.2 \times 2.0 = 3.12$ 万股，6 年的时间股票上涨了 $3.12 \times 170 \div 25 = 21.2$ 倍！图 5-6 是贵州茅台 2001~2010 年股票价格走势。

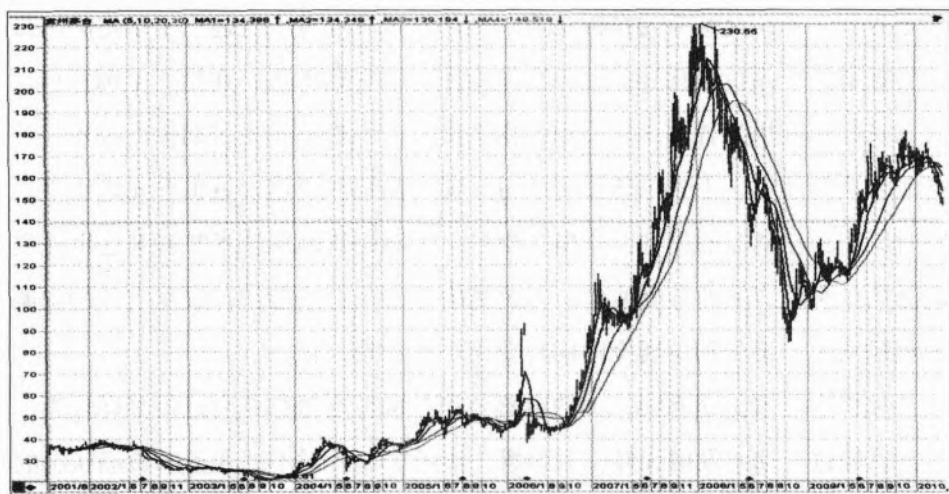


图 5-6 贵州茅台 2001~2010 年股票价格走势

第六节 美的电器

一、公司简介

广东美的电器股份有限公司创办于 1968 年，其前身是由公司的创始人、董事长何享健先生带领 23 名街道居民，通过集资和贷款创办的北溶公社塑料加工组，属乡镇集体所有制企业。公司先后生产过塑料瓶盖、汽车刹车阀、柴油发电机等产品，1980 年开始生产金属风扇，1986 年开始生产公司的支柱产品空调器。从 1982 年起，公司一直采用“美的”作为家电产品商标，在 1992 年 8 月，在原广东美的电器企业集团基础上改组设立了股份有限公司。

在美的电器成长与发展的过程中，始终强调在核心技术上的竞争力。1983 年公司的风扇曾获得广东省优质产品称号和农业部优质产品称号，成为

广东省第一家获此殊荣的乡镇企业。美的在风扇业务上还建立了稳定的出口销售渠道，产品行销欧洲、北美、东南亚等国家和地区。在生产空调器后，公司又充分利用与日本东芝公司合作之良机，引进东芝先进的生产技术，并且派公司的技术骨干去东芝公司学习，使产品档次迅速接近世界先进水平。同时，完善空调器的品种、规格、型号，不断研制高新技术并将其运用在空调器上，实现产品的升级换代。在美的电器公司上市之初，公司生产的空调器和风扇出口量分别位居全国同行业第一位和第二位。

和格力电器公司不同，美的电器公司在家用电器行业内进行多样化生产经营。经过长期的发展和经验的积累，美的公司针对不同业务的市场状况的差异，根据自己企业的特点，制订了不同的发展策略，无论是在空调、压缩机、冰箱、洗衣机还是小家电等业务上都同样取得了成功，而且美的公司在其核心业务空调、压缩机等业务上，一直保持领先地位。

美的电器公司以“技术驱动，卓越运营，全球化”战略规划为主线，积极推动营销体系变革，鼓励营销创新。

在家用空调业务上，美的公司将家用空调按内外销业务拆分为家用空调国内事业部与家用空调国际事业部，全面激发经营单位的活力和创业激情。

在压缩机业务方面，美的实施“全球领先”战略，促进产能挖潜与效率提升，推动自主研发体系建设，提升与高价值客户的合作关系，高利润机种的销量保持稳步提升，高能效机种开发有序推进，不断巩固企业在压缩机市场上国内第一、全球第三的行业地位。

在商用空调业务方面，美的公司努力加大对商用空调重点市场的部署，突破技术瓶颈，拓宽发展空间，在中央空调业务上持续进行技术创新，数码涡旋技术、热水机技术已达到国际先进水平。

在冰箱业务方面，美的公司通过全面开展企业战略管理与运营工作，深入推动内外部价值链一体化运作，坚持大客户策略，加强产品开发，不断提



升冰箱业务的经营、管理和风险控制能力，在客户结构和产品结构调整方面取得了明显成效。公司还加大“美的”品牌的宣传和拓展力度，实现了美的冰箱的全国布局和销售的大幅度上升。据中怡康数据显示，美的系冰箱的增长幅度以高于行业平均增速近 6 倍的速度发展。

在洗衣机业务方面，美的公司加快内外销调整，积极寻求规模突破，通过整合营销团队，调整渠道结构，初步建立了以高绩效为导向的营销文化，外销市场取得高比例的销量增长。通过加大研发资源投入，加快了新产品创新及上市进度，品质指标得到极大提升。美的公司坚持双品牌战略，进一步完善了产品系列，在把美的的洗衣机打造成高端品牌的同时，对荣事达品牌也加大了研发、推广力度，陆续推出了荣事达三动力、离心洗等多款科技含量颇高的新品洗衣机，强化了荣事达“精洗专家”品牌形象。

2008 年中国最有价值品牌排行榜在美国发布，“美的”以 412.08 亿元的品牌价值跻身前六强，这是对美的公司发展成就的肯定。关于美的公司的竞争优势和产品质量，使用过美的的公司产品的普通消费者应该最清楚、最直观，要比我们在这里介绍美的的公司更具有说服力。

二、财务数据分析

（一）销售收入

美的电器公司的销售收入从 2003 年时的 137.6 亿元稳定增长，到 2008 年已经达到 453.1 亿元，这 5 年间增长了 3.3 倍，如表 5-16 所示。

（二）利润率

美的电器公司的毛利率平均在 18% ~ 19% 之间，净利率在 2003 年时为 2.32%，到了 2008 年，净利率达到了 3.5% 左右。

（三）净利润

表 5-16 美的电器 2003~2008 年利润表

单位：万元

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
一、营业收入	4531346	3329655	2013882	2131360	1920087	1376138
营业成本	3663153	2709648	1649974	1738296	1561978	1071350
二、营业利润	172731	181575	82614	68826	63638	43291
三、净利润	103302	119346	50547	38176	32658	16790
毛利率 (%)	19.16	18.62	18.07	18.44	18.65	22.15
净利率 (%)	3.42	5.03	3.81	2.99	2.59	2.32

在2003年时，美的电器公司归属母公司的净利润只有1.68亿元，到2008年时已上升到了10.33亿元，5年的时间增长了6.15倍。

(四) 净资产收益率

美的电器公司的净资产收益率从2003年的7%稳步上升，到2007年以后，已经超过了20%。

(五) 财务状况

美的电器公司的货币资金呈上升趋势，从2003年的8.1亿元，增加到2008年的22.85亿元，这是由于企业的稳定经营积累而形成的。美的公司的流动比一直保持在1左右，如表5-17所示，流动资金完全可以保持企业的正常经营。2008年美的公司流动比率之所以明显下降，是由于公司对无锡小天鹅股份有限公司控股股权的收购，对广州华凌空调设备有限公司、合肥华凌股份有限公司、中国雪柜实业有限公司等冰洗资产的收购，以及增持合肥荣事达洗衣设备制造有限公司等事项所造成的。美的公司的长期负债极少，从2007年以后，就没有了长期负债。



表 5-17 美的电器 2003~2008 年重要财务数据表 单位: 万元

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
货币资金	228532	184466	112461	124361	77764	81012
流动资产合计	1378677	1246513	819115	636782	732356	582716
固定资产合计	566175	336331	342779	248511	299974	211177
短期借款	236033	80232	53694	65500	31000	0
流动负债合计	1601536	1166637	793839	567230	741440	532587
长期负债合计	0	0	470	4919	3144	22238
实收资本 (或股本)	189106	126071	63035	63035	48488	48488
股东权益合计	475674	447983	348313	305891	266905	237830
流动比率	0.86	1.07	1.03	1.12	0.99	1.09
净资产收益率 (%)	21.72	26.64	14.51	12.48	12.23	7.06

三、股票价格的变化情况

美的电器公司的股票价格在 2003 年时大致在每股 7 元左右, 按当时 4.85 亿股的股本, 1.68 亿元的净利润计算, 市盈率为 20.21 倍, 价格是在合理的范围之内。到了 2009 年年底, 2003 年时的每 1 万股股票经过分拆后变为 $10000 \times 1.3 \times 2.0 \times 1.5 = 3.9$ 万股, 如表 5-18 所示, 按 2009 年年底每股 20 元左右的价格计算, 7 年的时间里已经上涨了 $3.9 \times 20 \div 7 = 11.1$ 倍。图 5-7 为美的电器 2001 ~ 2010 年股票价格走势图。

表 5-18 美的电器 2003~2009 年股票分拆方案 (每 10 股)

送股(股)	转增股(股)	股权登记日
5.00	—	2008-05-07
—	10.00	2007-06-07
—	3.00	2005-07-06

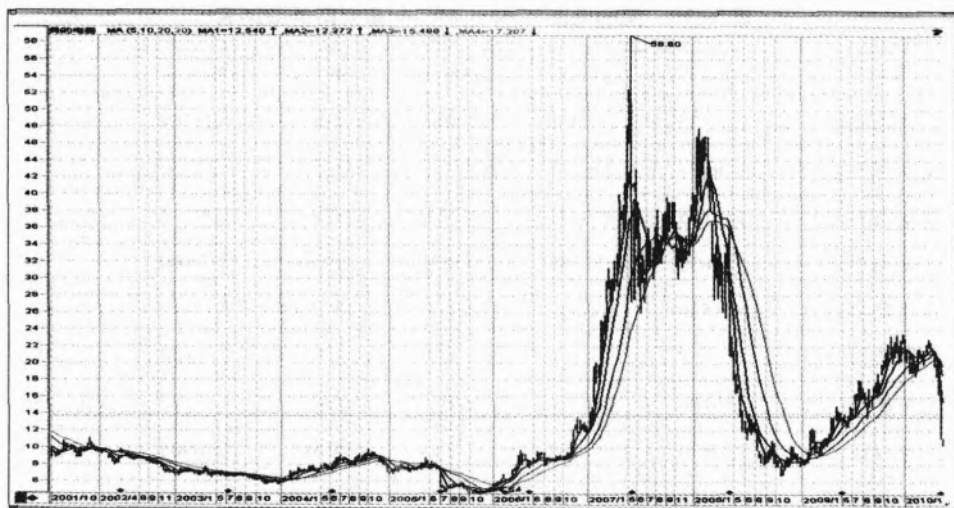


图 5-7 美的电器 2001~2010 年股票价格走势

第七节 盐湖钾肥

一、公司简介

青海盐湖钾肥股份有限公司（以下简称盐湖钾肥公司）地处有“世界屋脊”之称的青藏高原，是由青海盐湖工业集团有限公司所属全部氯化钾生产车间的经营性净资产为改组主体，联合北京华北电力实业总公司、中国农业生产资料成都公司、中国科学院青海盐湖研究所等单位，以募集方式设立的股份有限公司。盐湖钾肥公司于 1997 年 8 月成立，同年 9 月在深圳证券交易所挂牌交易。

青海盐湖工业集团持有盐湖钾肥公司 30.6% 的股权，是盐湖钾肥的最大股东。青海盐湖工业集团有限公司的前身是 1982 年成立的青海钾肥厂，该厂



是由原青海省海西州察尔汗钾肥厂与原化工部格尔木钾矿筹建处合并而成的。青海省海西州察尔汗钾肥厂始建于1958年，1969年建成年产万吨车间，采用冷分解浮选法工艺生产；化工部格尔木钾矿筹建处是1975年为筹备建设青钾一期工程而设立的。青海钾肥厂成立后，加快了青海钾肥一期工程的筹备工作，1986年正式开始青海钾肥厂一期工程建设，工程总投资5.8347亿元。该工程氯化钾设计生产能力为20万吨，为国家“七五”重点工程。1989年建成，并投料试车成功，产出第一袋钾肥。1990年取得“双系列、满负荷、高品位”72小时试车成功，日产达到设计能力，1992年9月一期工程经过三年试运行正式通过国家竣工验收。

1996年7月，青海钾肥厂整体改组为青海盐湖工业集团有限公司，注册资本为人民币31326万元。1996年年底，经过五年的技术攻关，盐湖工业集团建成了二万吨冷结晶车间，攻克了氯化钾生产工艺技术——反浮选冷结晶法，并获青海省科委、青海省经贸委鉴定通过，使我国氯化钾生产迈向采用先进技术的新纪元。盐湖工业集团有限公司已经成为了集盐湖资源研究、开发和加工生产为一体的综合型盐化工企业，经营氯化钾、硫酸钾、光卤石、水氯镁石、低钠盐等盐化产品，并承担盐湖开发技术研究、项目设计和盐田工程建设。

二、竞争优势

盐湖钾肥公司的最大特点就是它生产产品的稀缺性和资源的垄断性。用盐湖钾肥公司董事长郑长山的话说：“盐湖钾肥的成功在于资源优势和技术优势，还有中国土地缺钾的现实。中国只有察尔汗这么一个大盐湖，也只有察尔汗盐湖能够生产氯化钾。”公司具有的资源优势、规模优势、技术优势和政策优势这四大优势。

在资源上，世界钾资源的分布极不均匀。加拿大钾资源量占世界总量的2/3，俄罗斯、美国也拥有一定数量的钾资源。世界上拥有钾资源的国家还包括法国、德国、英国、西班牙、以色列、约旦、泰国及中国。中国的钾资源储量仅占世界钾资源总储量的2.6%，而盐湖钾肥公司所在地察尔汗盐湖是我国最大的可溶性钾镁盐矿床，也是世界特大型盐湖矿床之一，各种盐的总储量达600亿吨。我国已探明钾资源储量的97%在察尔汗盐湖，总量约为5.4亿吨，其中液体储量为1.45亿吨，固体储量3.95亿吨。在察尔汗盐湖，钠的储量达500多亿吨，可供全世界人口食用2000多年；镁的储量为16.5亿吨，是全国最大的镁资源地；锂的储量有800多万吨，占全世界锂资源储量的60%，此外还有溴、碘、铷、铯等多种可开采元素。据专家估测，察尔汗盐湖各类矿藏资源可供开发的经济价值高达12万亿~15万亿元。而且，盐湖地区97%的资源开采权都属于盐湖钾肥公司，其他厂家进入盐湖钾肥公司的开采区进行开采是违法的，这就形成了资源垄断的特性。

在规模上，盐湖钾肥公司目前是全国最大的氯化钾生产企业，公司生产的氯化钾产品，是公司的唯一的终端产品。由于行业的特殊性和资源的垄断性，国内大型钾肥企业只有盐湖钾肥公司一家，其竞争对手主要是国外企业，以加拿大、俄罗斯、以色列产品为主，而进口钾肥的利润空间很小，盐湖钾肥公司的利润空间要远远高于国外钾肥企业。

在技术上，经过多年的研究和开发，盐湖钾肥公司采用具有世界先进水平的反浮选冷结晶技术生产氯化钾，实现了国产钾肥生产工艺与国际先进工艺接轨的重大突破，使氯化钾的工艺技术走进世界先进水平的行列，为大规模、集约化开发利用盐湖资源在技术上提供了保障。

在政策上，由于我国是一个缺钾大国，每年2/3的需求依赖进口，加之近年国家对农业方面政策的倾斜，从宏观上对公司长远发展构成有力的支持。国家已将盐湖开发列为西部资源开发的重点项目之一，将从资金、政策



上给予倾斜扶持。

正是由于盐湖钾肥公司具有上述这些经济特性和竞争优势，同时，企业管理者能够充分利用好自己企业的优势，头脑清醒，从根本上提高产品质量，改变产品形象，这才决定企业能够成功地发展并最终为投资者提供良好的投资回报。俗话说“靠山吃山，靠水吃水”，用“靠着盐湖吃钾肥”这句话来形容盐湖钾肥公司的经营与发展就很合适。

三、产品特点

盐湖钾肥公司的产品“盐桥”牌氯化钾，其纯度（品位）达到95%~98%，与国际钾肥接轨，成本却比进口钾肥低了1/3，被誉为国家优秀支农产品。“用国产钾肥，唯有‘盐桥’品牌”成了广大用户的共识。“盐桥”牌氯化钾的主要用途和特点：

(1) 在工业上用于制取钾盐，如氢氧化钾、碳酸钾、硫酸钾、赤血盐钾、硝酸钾、氯酸钾、高锰酸钾和磷酸二氯钾等，还广泛用于石油工业、橡胶工业和电镀工业，在医药卫生上用做利尿剂、代盐等。

(2) 在农业上，氯化钾是化肥的三要素之一，钾肥是一种很重要的农用肥料。钾虽不属于植物组织或化合物的组成部分，但在维持植物生命的几乎所有过程中均必不可少。钾对植物生命过程的主要功能包括促进碳水化合物代谢和淀粉的合成、解体、转移，促进氮的代谢和促进绿色植物的蛋白质合成；控制和调节其他养分元素活性，植物催化剂的活化，增强抗倒伏能力，被广泛用于大田作物与经济作物的底肥和追肥，这是氮肥和磷肥不可以替代的。

我国氮磷钾肥生产和施用比例严重失调，土壤缺钾现象严重。尤其是在氮磷化肥用量增加的情况下，作物缺钾日益严重。在我国的耕地中，特别是

南方水稻田，由于土壤缺钾严重，对钾肥的需求量越来越大。而施用钾肥的效果极佳。

四、财务数据分析

盐湖钾肥公司的销售收入从1997年时的1.6亿元增长到2003年时的4.48亿元，用了6年的时间使销售收入增长了2.8倍。可到了2003以后，盐湖钾肥公司的产量、销售量和利润水平则大幅提高。下面我们就分析一下盐湖钾肥公司从2003年到2008年这6年间的变化情况。

(一) 销售收入

盐湖钾肥公司的销售收入从2003年时的4.48亿元快速增长，到2008年已经达到40.6亿元，这6年间增长了9.06倍。

(二) 利润率

随着氯化钾的市场价格有所上升，盐湖钾肥的毛利率从2003年时的45.67%，大幅上升，到2008年时，已经达到了78%，如表5-19所示。企业的净利率也从2003年时的21.7%，提升到了30%以上。

表5-19 盐湖钾肥2003~2008年利润表

单位：万元

项 目	2008年	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年
一、营业收入	406890	310937	259635	158442	121145	44828
营业成本	89192	94594	83979	51046	48173	24353
二、营业利润	271828	174938	134040	78909	54900	12617
三、净利润 (归母公司)	136433	99029	81501	51575	29482	9735
毛利率 (%)	78.08	69.58	67.65	66.78	60.23	45.67
净利率 (%)	33.53	31.85	31.39	32.55	24.33	21.71



(三) 净利润

盐湖钾肥公司在 2003 年时, 净利润只有 9700 万元, 到 2008 年时已经达到 13.6 亿元, 增长了 14 倍。盐湖钾肥公司的业务单一, 只生产钾肥, 而且盐湖钾肥公司的控股子公司也是以生产相关产品为主, 利润水平都很高。

(四) 净资产收益率

盐湖钾肥公司的净资产收益率在 2003 年时只有 8.32%, 到了 2008 年, 已经达到了 47.49%。

(五) 财务状况

盐湖钾肥公司的货币资金和营运资金在不断提高, 2006 年以后营运资金超过了 20 亿元, 流动比率都可以达到 2 以上。尽管企业有一定的长期负债, 最多时是在 2006 年, 有 14.78 亿元, 如表 5-20 中 2006 年的“长期负债”

表 5-20 盐湖钾肥 2003~2008 年重要财务数据表 单位: 万元

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
货币资金	194627	181052	136772	75452	74724	94922
流动资产合计	479902	374533	291431	197854	160787	129854
固定资产合计	317962	302599	280189	263656	239218	229563
短期借款	0	10000	0	3000	0	15000
流动负债合计	222621	169776	88137	58428	57438	62759
长期负债合计	74540	109500	147800	146158	131500	121500
实收资本 (或股本)	76755	76755	76755	76755	76755	51170
未分配利润	146281	116555	92243	39 076	23139	11106
股东权益合计 (含少数股东权益)	505695	398973	336722	164910	136360	117030
经营活动产生的现金净额	212017	168184	147097	50930	37725	10038
流动比率	2.15	2.21	3.31	3.39	2.80	2.07
净资产收益率 (%)	47.49	41.24	39.07	31.28	21.62	8.32



账户所示。但由于企业的盈利能力强，所以，企业的偿债压力并不大，从2007年开始，企业的长期负债也在下降。盐湖钾肥公司的短期借款极少，一些年份甚至没有。

(六) 现金流量

从2003年至2008年，盐湖钾肥经营活动产生的现金流量一直在快速增长，经营活动产生的现金流量总额为62.6亿元。

五、股票价格的变化情况

盐湖钾肥公司的股票价格在2002年时为每股15元左右，按当时2.56亿股的股本，9214万元的净利润计算，总市值是38.37亿元，市盈率为41.64倍。这个市盈率看似是过高的，但盐湖钾肥公司此时38.37亿元的总市值却并不庞大。盐湖钾肥公司随后几年的发展确实太快了，使得投资者依然可以获利丰厚。因此，在看待股票的价格时，查看市盈率时，一定要看看它的总市值是多少，思考一下该企业有没有上涨的空间。到了2009年年底，最初的每1万股股票经过分拆后变为 $10000 \times 2.0 \times 1.5 = 3$ 万股，如表5-21所示，按2009年年底每股55元左右的价格计算，7年的时间股价已经上涨了 $3 \times 55 \div 15 = 11$ 倍。

如果是按1997年每股9元的价格计算，盐湖钾肥公司在2003年以前没有分拆过股票，到2009年年底，12年的时间上涨了 $3 \times 55 \div 9 = 18.3$ 倍。图5-8为盐湖钾肥2001～2010年股票价格走势图。



表 5-21 盐湖钾肥分红配送方案 (每 10 股)

分红(元)	送股(股)	转增股(股)	股权登记日
16.72	—	—	2009-06-25
12.00	—	—	2008-07-11
8.80	—	—	2007-07-11
5.00	—	—	2006-05-26
3.00	—	—	2005-06-27
2.00	—	5.00	2004-05-31
—	—	10.00	2003-05-16
4.50	—	—	2002-09-13

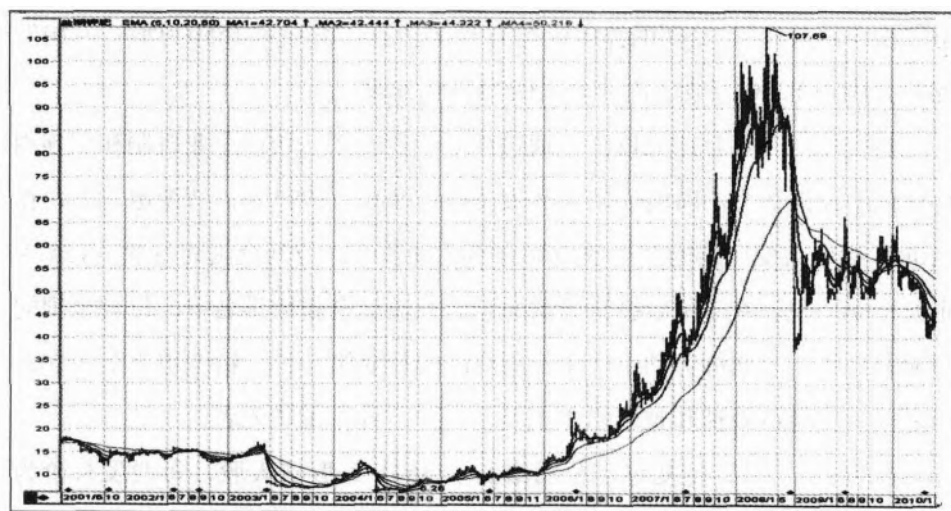


图 5-8 盐湖钾肥 2001~2010 年股票价格走势图



第八节 特变电工

一、公司简介

特变电工公司的主要发起人昌吉市特种变压器厂成立于1974年，是一家从事特种变压器、开关制造和修理的集体企业。

1993年2月，昌吉市特种变压器厂用其部分经营性资产作为资产，联合新疆维吾尔自治区技术改造投资公司、新疆维吾尔自治区投资公司、昌吉电力实业总公司共同发起，以定向募集的方式发行设立了“新疆特种变压器制造股份有限公司”。公司的注册资本为1550万元，总股本1550万股，其中发起法人股为1250万股，内部职工股为300万股。

特变电工公司自成立以来，通过理顺产权关系、转换企业机制和加强内部管理，经济实力不断增强，经济效益稳步增长。1995年，特变电工公司在110kV级电力变压器的经济效益综合指数排名中，位列全国同行业（155家企业）第1位；在35kV级变压器的经济效益综合指数排名中，位列全国同行业第2位；公司的劳动生产率位居全国同行业第2位。特变电工公司在上市之前，在经济效益和技术水平上就已经是行业中的领先者。

1996年1月，特变电工公司增发了3618万股法人股，每股发行价为1.5元，公司的注册资本扩大为5168万元。通过此次增资扩股，特变电工公司吸收了新疆电线电缆厂的部分经营性资产，由于新疆电线电缆厂是一家国家定点机电产品生产企业，这使得特变电工具备了生产电线电缆产品的能力，产业链进一步完善。

1997年5月底，经证监会批准，特变电工公司向社会公开发行人民币普



通股 3000 万股。1997 年 6 月股票发行上市，总股本增加到 8168 万元。此时，特变电工公司的主营业务是生产销售“新特”牌变压器、电线电缆等产品。

特变电工最近几年的发展特别引人注目。

在 2006 年，特变电工公司成功签订了合同总价 3.4 亿美元的“塔吉克斯坦 220 ~ 500kV 高压输变电成套工程”，实现了公司在利用中国政府外援贷款项目领域里零的突破，同时在中国首条 1000kV 晋东南—南阳—荆门特高压交流试验示范工程中，特变电工公司成为唯一一家双项承接 1000kV 变压器和电抗器研制任务的企业。1000kV 变压器和电抗器研制任务，是国家十一五重大科技攻关项目，这标志着特变电工在特高压输变电设备领域研发水平和技术能力居世界前列。

在 2007 年，特变电工公司中标了南阳—荆门 1000kV 特高压输变电工程，云广、川沪 800kV 直流输电工程、岭澳核电项目、百万发电机组主变等一系列国家标志性工程项目，公司品牌的影响力不断增强，公司的产品结构调整与市场结构调整取得了成效。

在 2008 年，特变电工公司加大国际市场开拓，陆续中标苏丹国家电力公司成套工程承包合同、巴基斯坦成套项目。公司高端输变电产品批量出口美国、哈萨克斯坦、土耳其等国家，公司自营出口及成套项目签约比重明显上升。公司在塔吉克斯坦输变电成套工程项目 220kV 输变电线路的工程提前半年竣工并一次送电成功，赢得了该国政府和民众的高度评价。

作为电气设备行业内的企业，特变电工公司之所以能够取得如此傲人的业绩，离不开以下三方面的因素：

(1) 特变电工公司在核心技术上具有极强的竞争力。在一些领域，在国内根本就没有竞争对手，国内有能力生产特高压变压器的企业一共就三家：特变电工公司、天威保变公司、西安变压器公司，而特变电工公司是其中盈利能力最强的企业，也是市场份额最大的企业。

(2) 受益于国家的产业政策，无论是国内的电网建设，还是特变电工公司中标的一些国外工程项目都得益于政府的产业政策。

(3) 企业管理者优秀的管理水平。政府所大力扶持的企业也是因为该企业自身有一定的优势和特点，而特变电工公司的最大优势就在于它的技术研发能力。

特变电工公司负责技术研发的核心部门是它的技术中心，包括直属总部的技术中心以及其领导的四个分中心和一个实验室。技术中心的使命在于为不同国家、区域的用户提供可靠、节能、方便、适用的产品和可选择的技术方案，并降低用户的成本。

技术中心聚集了一批包括行业院士在内的顶尖专家和技术团队，致力于输变电、新能源和新材料领域关键设备、技术、工艺和标准的研究与开发。技术中心不断地开发出满足用户需求的新产品、新技术，同时也不断完善和改进现有技术。技术中心还以全球化的视野，与清华大学、中国科学院电工研究所、乌克兰扎布罗热变压器研究所、西安交通大学等十余家科研院校进行合作，与全球范围内的技术领先者交流和学习，开展技术引进、消化、吸收和再创新工作，不断使新的技术成果得以商品化，并促进了中国在输变电领域的重大装备国产化进程。

在2008年，特变电工公司成功研制出世界最高电压等级的1000kV变压器、电抗器、扩径导线和母线产品，保障了世界首条1000kV输变电线路按时成功投运。此外，公司成功研制了 $\pm 800\text{kV}$ 特高压直流换流电抗器、500kV可控电抗器、1000kV电压电流互感器、环形互感器等产品，并在超临界、超超临界大型火电机组、70万kW大型水电机组、百万千瓦大型核电机组及220kV智能高压交联电缆等行业领先产品研制方面有重大突破。

特变电工公司已经被国家发改委授予我国变压器行业唯一的国家工程实验室“特高压变电技术国家工程实验室”，被科技部、商务部授予“国家级科



技兴贸创新基地”，荣获“国家级创新型试点企业”荣誉称号。

到 2009 年，特变电工公司的变压器年产能达到 1.7 亿 kVA，居世界前三位，亚洲第一位。公司在新疆、四川、湖南、天津、山东、辽宁、陕西等地建有九个现代化的工业园区，并在美国、哈萨克斯坦、印度、俄罗斯等 23 个国家和地区建立了海外常设办公机构。特变电工公司在输变电产业上已经拥有了变压器生产、线缆生产及成套项目工程总承包这三大产业集团，初步构建了“以输变电产业为主导，新材料产业为支撑，新能源产业为亮点”三大产业协同发展的格局。

二、财务数据分析

特变电工公司进入发展的快车道是从 2005 年开始的，随后几年里，公司的业绩水平出现了“井喷”式增长。

（一）销售收入

特变电工公司在 1997 年上市时的销售收入只有 2.14 亿元，到 2008 年已经达到 125.19 亿元，这 11 年间增长了 58.5 倍，如表 5-22 所示。最近几

表 5-22 特变电工 2003~2008 年利润表

单位：万元

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
一、营业收入	1251893	893122	591420	448756	367407	232438
营业成本	995561	720233	487871	364613	295590	185062
二、营业利润	118752	59776	21927	20242	15632	13194
三、净利润	96262	53856	21638	12548	9520	10819
毛利率 (%)	20.48	19.36	17.51	18.75	19.55	20.38
净利率 (%)	7.69	6.03	3.66	2.80	2.59	4.65

年，公司都是在满负荷运转，企业的订单也在不断上升，仅在2008年年未完成的订单已上升到170亿元，这可以反映出市场对于电气设备需求的旺盛。

(二) 利润率

特变电工公司的毛利率平均在19%附近，从2007年开始略微有所上升，净利率则有了大幅提高。

(三) 净利润

特变电工公司在1997年时，净利润只有0.37亿元，到了2005年，公司的净利润也就只有1.25亿元，8年的时间涨了2.38倍。可到了2008年净利润已经达到9.63亿元，从2006年至2008年，这3年的时间里，就增长了3.5倍。

(四) 净资产收益率

表5-23 特变电工2003~2008年重要财务数据表 单位：万元

项 目	2008年	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年
货币资金	347010	203324	105037	92635	76783	68606
流动资产合计	998157	679950	467259	410825	371786	295516
固定资产合计	375794	238152	213331	215655	183927	149351
短期借款	51288	57128	81838	136570	141473	114945
流动负债合计	657300	554091	378620	389723	370251	263431
长期负债合计	199707	97762	127021	78055	47856	78632
实收资本（或股本）	119825	85403	42701	38819	29861	25949
股东权益合计	592551	333507	179466	154862	138627	100895
经营活动产生的 现金净额	236983	68876	51037	61025	22624	27202
流动比率	1.52	1.23	1.23	1.05	1.00	1.12
净资产收益率（%）	16.25	16.15	12.06	8.01	6.88	10.72



特变电工公司的净资产收益率并不高,如表5-23所示,在2004年只有6.88%,2005年刚达到8%,低于全社会的平均水平,而2007年以后则达到了16%以上。

(五) 财务状况

特变电工公司的流动比率一直都保持在1以上,拥有一定的长期负债。对于像特变电工公司这样的企业,财务数据的分析相对于国家的产业政策和优势而言,已经显得不是那么重要了。

(六) 现金流量

特变电工公司经营活动产生的现金流量一直很稳定,到了2005年以后明显增长,2008年更是达到23.69亿元。企业现金能够快速收回,是因为特变电工公司的产品采取以销定产的方式进行安排生产。从2003年至2008年这6年间,特变电工经营活动产生的现金流量总额为46.77亿元。

三、股票价格的变化情况

特变电工公司的股票价格在1997年大致在每股12元左右,按当时的股本8168万股,净利润3670万元计算,市盈率约为26.7倍,价格合理。到了2009年年底,最初的每1万股股票经过分拆后变为 $10000 \times 1.6 \times 1.6 \times 1.3 \times 1.1 \times 2.0 \times 1.3 \times 1.5 = 14.28$ 万股,如表5-24所示,按2009年年底每股24元左右的价格计算,12年半的时间,股价已经上涨了 $14.28 \times 24 \div 12 = 28.55$ 倍。图5-9为特变电工1997~2010年股票价格走势图。

中国股市 价值投资指南

表 5-24 特变电工股票分拆方案（每 10 股）

送股(股)	转增股(股)	股权登记日
2.00	3.00	2009-06-02
2.00	1.00	2008-05-19
—	10.00	2007-09-20
—	1.00	2006-04-27
—	3.00	2005-07-22
2.00	4.00	2000-04-03
—	6.00	1998-12-03

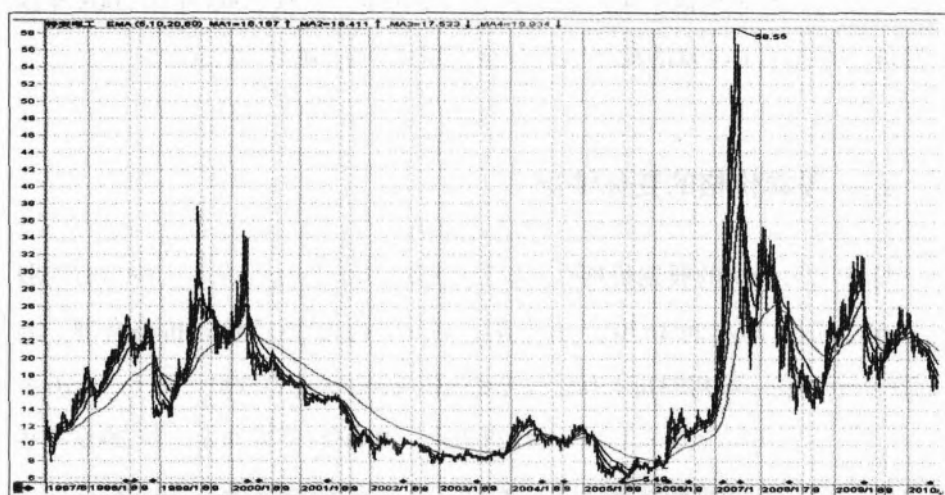


图 5-9 特变电工 1997~2010 年股票价格走势