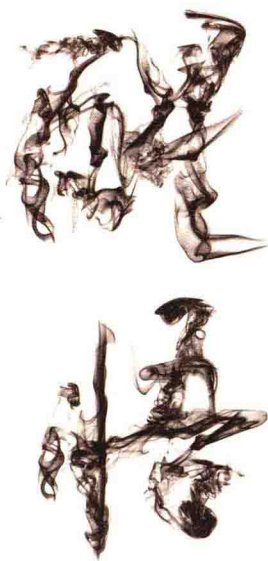


一个证券分析师的

张化桥◎著



股灾过后，让中国股民更成熟、更冷静的一本书

张化桥的股市真话

最敢讲真话的和有良知的分析师
中国最佳分析师

推荐

证券业内人士
银行、证券、金融行业从业者
上市公司管理者
普通投资者反复阅读和收藏



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

一个证券分析师的醒悟

——张化桥的股市真话（最新修订版）

张化桥 著

中信出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

一个证券分析师的醒悟/张化桥著. —3版. —北京: 中信出版社, 2015. 12
ISBN 978-7-5086-5496-6

I. ①一… II. ①张… III. ①证券投资-通俗读物
IV. ①F830.91-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 213096 号

一个证券分析师的醒悟——张化桥的股市真话 (最新修订版)

著 者: 张化桥

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京鹏润伟业印刷有限公司

开 本: 880mm×1230mm 1/32

印 张: 7

字 数: 112千字

版 次: 2015年12月第3版

印 次: 2015年12月第1次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书 号: ISBN 978-7-5086-5496-6/F·3475

定 价: 35.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

企业不要奉命生存

六年前，中信出版社出版了我的第一本书——《一个证券分析师的醒悟》。现在，这本书经过修改，再次出版，正当其时。

在2015年的股灾中，我们学到了什么？

首先，股市不能创造财富。它是个“零和游戏”。不，它是个“负和游戏”，因为交易有佣金，投机需要时间，亏钱带来痛苦。股市只是一个票据交换场所，仅此而已。而且，它也不能刺激经济增长。如果它刺激一部分人的财富增长，那么必然拖垮另外一部分人的财富增长。

其次，国家牛市是个幼稚可笑的概念。这不需要辩论。

再次，每次股灾都是用老百姓做牺牲品的。中外无异。奇怪的是，我发现老百姓还特别愿意帮助少数人致富。

最后一点，做生意而发财的人很多，但是，本人还没有见过炒股票而真正发财的人。不对。请允许我纠正一下：我见过很多用别人的钱炒股票而发财的人。但是，用自己的钱炒股票基本上不行。

作为中国资格最老（起码是岁数最大的）的证券分析师（之

一)，我告诉你一个秘密：证券分析师（当然含本人在内）讲起故事来，头头是道，理论一个接着一个。但是，如果你希望通过听他们的意见炒股票赚大钱，千万小心。

最后一点，我觉得巴非特的一句老话在神州大地得到了印证：股票也是债券，不过它是永远不需要归还的债券。它的波动更剧烈，风险更大，因此，它所要求的回报率，即补偿率也更高，也就是说，它的市盈率必须更低。债券和债权也有市盈率（大家都知道是多少，就是利率的倒数）。

上周，我应邀给一家比较优秀的国有上市公司做演讲。提问环节，我跟董事长有这样几段问答：

董事长：化桥啊，你的资料显示，过去12年（非典以来），虽然中国经济腾飞，外国经济基本上不动，但是，上证指数的累计表现跟日经225（Nikkei 225），道琼斯指数，英国金融时报100的指数表现接近。而且，此刻，你说中国的A股还贵得离谱，风险巨大。为什么？

张化桥：很多外国学者做过实证研究。首先，GDP（国内生产总值）跟股市表现无关。咱们必须理解和接受这个结论。其次，咱们的统计也有些问题。再次，中国企业负债太高，伤害了股东的回报。最后，咱们的企业在财务管理方面效率低下。管理层在资本配置上，根本不懂，也不愿花时间，他们宁肯跟书记和市长纠缠。

董事长：你鼓励企业分红和回购。分红以后除权，股价不是更低吗？回购，我们企业发展不是更需要资金吗？

张化桥：大额分红和大额回购，这是中国人最不愿意做的事情（就像挖祖坟一样）。而这正是回馈股东的根本。大额分红（比如，把利润分光，或者把前几年的累计未分配的利润都分掉）的好处是给管理层压力，必须精打细算，必须避免鸡肋投资，必须避免无谓的投资，必须砍成本，这样的企业向上、有朝气、有正能量，反而可以用少钱办大事。

很多人没有意识到，每个月偿还按揭贷款，就是自己给自己增加的压力。十年下来，你付清了按揭，发财了。而那些没有按揭压



力的人，不知道钱去了哪里。这种例子比比皆是。

企业分红，减少“股东权益”累计增加，有利于提高 ROE（净资产回报率），有利于股价。从股东的角度来看，综合回报率 = 累计的分红 + 股价上升。

回购股票比分红更加重要，因为这帮助股民避免了一道税。在欧美，公司大额回购股票是家常便饭。在中国，企业不愿意，也不敢真正大额回购，最多只敢装模作样。为什么？咱们的企业负债太高，而且，股价太高，回购不起。企业手上的钱无法真正回购股票。我说，他们如果真正回购股票，会因为“流血不止而死亡”。这反过来也证明，中国股票太贵。

董事长：如果一直回购，那咱们怎样发展？

张化桥：上市公司不应该发展。你的唯一任务是给股东赚钱。仅此而已！你的所有项目投资都必须跟投资于自己相比较（也就是说，跟回购自己的股票相比较）。如果你真的认为你的股票便宜，所有项目投资都应该停下来，回购股票，直到你的钱用光为止。上

上市公司就是股东的一个工具，一个玩物，一个资产。你没有长远发展的任务。那是政府的事情。如果你找不到有利可图的项目，那就把公司清盘，把所有的钱分给股东们。股东们可以用钱做别的事情。你没有创造就业的任务。整个社会将因为你少占资源，而繁荣，而创造就业。你的使命完成以后，你腾出资源，社会就会自动创造就业。国有企业不应该继续奉命存在，奉命生存，这反而浪费资源。

修订版序

不断醒悟，暂离股市

2011年6月，我从瑞士银行退休，到广州花都万穗小额贷款公司当董事长。原因很多：我爱小额贷款行业，我仰慕万穗公司的人们，我想做点PE（私募股权基金）股权投资。当然，也有另外一个原因：我想暂时离开股市，站得稍微远一点……

我最近老是在想一个问题：作为股民，我究竟想赚谁的钱？如果我想赚上市公司的钱，那么我就必须选择那些从长远来看有成长潜力的好公司，耐心等待它们成长（毕竟，草长出来也是要花时间的）。如果我想赚其他股民的钱，那么，我就必须学点心理学，或者学会打听消息，试图先人一步，着重分析短期的经济数据和公司的财务数据，以及猜测其他人对这些短期数据的反应（求二阶导数）。

从短期来看，股市基本上是一个零和游戏。如果你做短期，那就只能依靠比别人聪明或者幸运，赚其他股民的钱，因为公司的业务不能在短期有明显变化。但是，股市在中长期并非零和游戏。

有几个道理，我们也许可以串起来（它们实际上是同一个道理的几种说法）：



1. 短期投资就是想赚其他股民的钱；长期投资就是想分享上市公司在生意中赚的钱。

2. 短期投资只需要研究股民，研究股票；而长期投资者才需要研究上市公司。

3. 我们每个人都以为自己比大多数人聪明，而实际上，我们就是大多数人。

4. 短期投资者需要关注价值洼地，而长期投资者关注几年甚至几十年以后的结果，不需要太看中间的过程。

5. 上市公司的董事们经常被迫赚钱，因为他们的买卖受到限制。

6. IPO（首次公开募股）是一场热闹，亏钱容易赚钱难。

7. 总的来说，做 PE 股权投资的人们比做二级市场的人们好像聪明一些。对不起，我说这句话，会得罪太多人，请允许我收回这句话。做 PE 股权投资的人们跟做二级市场的人们相比，赢在了起跑线上。他们投资的企业也许能够上市，也许终究不能，所以他们

一般被迫留足了空间，而二级市场的人们总是指望“见势不妙，撒腿便跑”，可是我们总是在还没有来得及跑掉之前，资金就不见了一大半。这时候，于心不甘，继续持有，于是我们就亏了更多。

8. 最好不要做预测；如果你一定要做预测，那就只做长期的、模糊的和方向性的预测。预测几个月以后的物价、金价、铜价、汇价或者股价，实在是不明智的。

2010年，我出版了《一个证券分析师的醒悟》（初版）一书。但是醒悟需要一个过程，特别是对于我这种在股市泡了17年，中毒很深的人。最近，我把今年继续思考的结果放到了书中，把过时的内容剔除了。这个更新本将于12月摆在你面前，我自己很满意。谢谢编辑沈家乐和李玫，也谢谢读者给初版所提的很多意见。

是为修订本之序。

自序

投资靠知识，更靠心态和领悟

这本小书实际上是我的读书笔记和一些思考。前面一半是最近写的，后面一半是2004年以来在《财经》杂志和网站上发表的文章中我自己比较得意的那些。质量如何，请读者裁判，但我是非常认真写的，没有一篇是应景之作，或者是为了写而写。有几篇文章看起来互相矛盾，但我并没有试图把它们加以调和，我想还是坦白和真实为妙。股市中人每天犯错误，应该每天检讨，不是吗？

投资（不管是证券投资，还是直接投资）不是一门科学，而是一门艺术。除了一些基本知识之外，靠的是经验和心态（英文是temperament）。只有多思考，才能慢慢领悟。在这一点上，它与钓鱼、打高尔夫球、下棋有很多类似之处。

我坦白，我的悟性很差。我虽是科班出身，在国内两所大学和澳大利亚国立大学一共读了9年的经济学学位课程，还在澳大利亚的堪培拉大学讲授了3年的金融学课程（1991~1994年），但我始终不得真谛。从1994年以来，我在香港的几家外国投资银行做了十几年的宏观和个股分析员，并且连续5年（2001~2005年）被



《机构投资者》杂志评为“最佳中国分析员”（每每提到这件事，我就汗颜）。但我对股票投资的领悟一直很不得要领，自己的投资表现也很一般（对于债券投资，我是完全不懂）。直到2006年从证券分析师岗位退役以后，我对股市才好像有了一点感觉，这才给了我勇气出一本小书讲述自己的理解。我在2006年写过一本20万字的书讲述我在投资银行那十几年的历程，但后来没敢出版。我的理解还太差。

这两三年，我好像有了顿悟的感觉。比如，虽然我手持很多股票（所谓的满仓），但因为我逼迫自己做一个真正的长期投资者，所以我真的希望股市越跌越好。那些天天盼着股票大涨的人们，请原谅我的“坏心肠”。如果股票大跌，我就可以在每个月拿到工资时，用低价买到更多的便宜股票。股市大涨反而让我很不开心。这不就是巴菲特的教诲吗？他的教诲我在十几年前就阅读过，但并没有真正明白。现在，每天大清早，我不再像以前那样关心美国股票市场昨天的表现，也不再关心内地和香港昨晚发生了什么大事（比如，

北京又出了什么新政策)。这样我多出来很多时间读闲书、陪小孩、做体育活动。我觉得这种平静的心态对我的身体有好处。

又比如，我很早以前就知道约翰·邓普顿（John Templeton，邓普顿基金的创始人）的一句名言：“长期坚持不懈地投资，一定能赚钱。但是，如果你想逮住入市的最佳时机，没门儿！”（It is time in the market, not timing the market, that counts.）这话说起来很简单，但做起来不容易。从中长期来看，股市一定会涨的，因为实体经济会增长，公司的利润也会增长。就这么简单。但是这并不等于股市明年，或者后年，或者大后年会增长。投资银行的证券分析师们按规矩对每只股票要有12个月的目标价格（target price），对大盘（指数）今年和明年要到多少点位也有预测。本人做这件事长达10年以上，以前很少想到过这件事的滑稽之处，但近些年我开始怀疑这件事的合理性。如果你想预测下个月、下个季度，甚至明年或后年的股价、金价、铜价或汇率，在我看来都是很不明智的事情。这句话出自我的口很不容易，因为它是我对过去的自我的怀疑和否定。



中国内地股市一直有个谜：从2000年到2005年，宏观经济很不错，货币供应量也年复一年地以20%左右的速度增长，政府又不断支持资本市场的发展（通过发表很多《人民日报》社论，以及减少印花税，减缓新公司上市和老公司的股票增发，等等），可是股市就是不听话，一直跌了5年。我听过很多种关于这个谜的分析和解释，但我觉得都很牵强。我认为，这可能是国内迄今为止最完美和最具有说服力的一个关于宏观经济与股票市场在长期内方向一致，但在短期内，甚至中期内可能会严重偏离的例子。

在美国，从20世纪60年代后期到80年代初期的15年间，道琼斯指数在用通货膨胀率调整之后，下跌了80%左右。即使在通货膨胀率调整之前，道琼斯指数在那15年内也跌了一半左右。也就是说，它比20世纪30年代的经济大衰退更为残酷。可是美国的宏观经济在那些年内并不差，而且实际上很不错（尽管饱受石油涨价的困扰）。这也就使得短期甚至中期内对股市的预测好像开玩笑一样。

“股票分析”这个词实际上是有问题的。我们所需要的不是股票分析，而是企业分析。股票并没有太多好分析的，而从中长期来看，企业的基本面决定股票走势。股票只不过是一家企业的影子。有时候这个影子长，有时候这个影子短，但是，试图在影子上做太多文章是徒劳的。这本小书讲的全部都是关于企业和宏观的分析。我认为技术分析跟算命和看相没有太大的区别；另一方面，对于数学家们所做的各种复杂的演算和技巧（套汇、套利、对冲，等等），我的兴趣大一些。但是，我不是那块料。

我在瑞士银行工作，在拜访客户时，客户们经常跟我聊起股票投资和宏观经济的问题，这本书主要是本着真诚交流的原则写给他们看的，也是对自己的提醒。

书中的错误全部属于我。

目录

Contents

XIII

**修订版序 不断醒悟，
暂离股市**

XVII

**自序 投资靠知识，
更靠心态和领悟**

1

第一篇 股民和基民的悲哀

股民和基民的悲哀 / 3
股民们经常犯的六大错误 / 8
投资的最高境界是无为 / 12
股民注意：惹不起，躲得起 / 17
克服焦虑，做一个幸福的股民 / 20
只买能赚 10 倍的股票 / 23
如何挑选 50~70 只股票 / 25
越简单粗犷越好 / 28
首先是不亏钱 / 32
叛逆者的宣言 / 35
地产行业好，为什么股票不好？ / 41

45

**第二篇 假如我是傻瓜，
我如何战胜市场？**

买股票太麻烦吗？ / 47
买股票就相当于建合资企业 / 50
股民不要凑热闹 / 52
用创业投资的眼光选股票 / 56
“带工厂的股票”为什么不行？ / 60
你的护城河有多宽？ / 63
我对几个行业的看法 / 73
如果你的股票突然跌了一半…… / 79
假如我是傻瓜，我如何战胜市场？ / 83
你可以跑赢对冲基金 / 89
回购，瘦身，投资于自己 / 94
踩着舞步去上班 / 97

101

第三篇 高收入的穷光蛋

企业的商业模式和执行力很重要 / 103
主营业务不是“宗教枷锁” / 107
三种企业三种命运 / 111