



《板块掘金·价值投资系列》

贵上极则反贱，贱下极则反贵。

贵出如粪土，贱取如珠玉。

地产股攻略

李石养◎ 著

通俗易懂◎价值思辨◎实战心得

深入一个行业，寻找里面的金矿

分析金矿的含金量，然后以合理的价格买入并耐心持有到

赚取丰厚利润

投资其实就是这么简单

A Guide to property stocks



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

地产股攻略

A Guide to property stocks

李石养◎ 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

地产股攻略/李石养著

北京: 中国经济出版社, 2010. 7

ISBN 978 - 7 - 5017 - 9765 - 3

I. ①地… II. ①李… III. ①股票—证券交易—基本知识 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 030306 号

责任编辑 张玲玲

责任印制 张江虹

封面设计 华子图文设计公司

出版发行 中国经济出版社

印刷者 三河市佳星印装有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 20.5

字 数 281 千字

版 次 2010 年 7 月第 1 版

印 次 2010 年 7 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5017 - 9765 - 3/F · 8252

定 价 38.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究(举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

序

像买房子一样买股

不得不承认,许许多多的个人投资者,在买房子时表现出来的智慧非同小可,可是在选择股票时却显得随意许多。同样是几十万上百万的投资行为,表现出来的却是两种完全不一样的态度,这种反差让人深思。

许多人买房子的时候,都会“货比三家”,三番五次地去看楼,找朋友找律师找各种关系,看户型看朝向,看楼盘环境,看交通规划,所有能看的不能看的,能找的不该找的,都看了都找了,心里还觉得不踏实,甚至晚上睡觉都在想,那房子买来到底值不值呢?

与此相对应的是,许多人在买股票的时候就不一样了。他们到处打听所谓的黑马内幕消息,或者听各种股评家的意见,看到哪只股票往上涨就买哪只,专挑涨停板股票追,下跌了就跑,一路冲杀,或获利了结,或割肉离场,全然没有买房子的那种认真态度。

为什么许多人在买房子和买股票时会表现出截然不同的两种态度呢?我认为,主要还是认识程度的问题。不少人认为,股票就是拿来炒的,就是要快进快出,设定固有的赢利点和止损点是理所当然的。因此,不管什么股,ST股也好,蓝筹股也好,大盘股也好,小盘股也好,总之能涨就好。涨就追,赚了就卖;跌也卖,勇于割肉。而房子就不同了,房子是拿来住的,房子是家,就算是用于投资,也是不会轻易转手的。而且,房子又是保值增值的,股票那是什么东西呀,说涨就涨,说跌就跌,谁知道哪天会涨到天上去,哪天

地产股攻略

又会跌到十八层地狱里去呢？

股票到底是不是只能拿来炒呢？答案很肯定：不是。有简单的事实可以证明这一点：第一，刘元生持有万科 18 年，财富上涨 500 倍，这是炒吗？第二，巴菲特持有华盛顿邮报 33 年，上涨 128 倍，这是炒吗？哪有今天买明天卖能赚大钱的道理？！

所以，首先端正态度是非常必要的。如何端正？把买房子的态度和方法转移到买股票上来。

第一，买房子时，通常都会看样板房，看样板房的户型设计、装修精细度。买股票也要这样，也要先看企业过往的业绩好不好，利润是在不断增长还是停滞不前或者是倒退。

第二，买房子时，通常都会看楼盘的规划和配套，规划合不合理，配套齐全不齐全，有没有学校，有没有医院，有没有银行，有没有超市，这些都很重要。买股票也要这样，也要看企业是否分红送股，**长期不分红送股的股票，一般不是什么好股票。**

第三，买房子时，通常都会看开发商的实力强不强，牌子响不响，实力雄厚的开发商建的房子质量比较可靠，住得舒坦，睡得安稳。买股票也要这样，要看大股东实力是否雄厚，品牌价值是否强大。比如地产股，人人都知道保利、万科、招商地产、金地等，就是说这些股票有比较强大的品牌实力。

第四，买房子时，通常都会把不同的楼盘价格拿来对比，而且经常会把同一地段的同样类型的楼盘价格拿来对比，选出性价比最高的购买。买股票也要这样，把同类型的几只股票拿来对比，比一比它们的业绩，比一比它们的品牌，比一比它们的土地储备，比一比它们的大股东的实力，再比一比它们的股价，看看市销率、市盈率和市净率等估值指标。

第五，买房子时，通常都会选择购买时机，房价涨得很高的时候一般不出手，等到房价降一降，人们的购买热情不高的时候再出手，这样就能买到价廉物美的房子。买股票也是这样，也要适当地选择时机，千万别一个劲地追高，像 2007 年那样，在连垃圾都会飞的股市里，是没有便宜货可以买的，既然没有便宜货可以买，那就干脆什么都别买，留着现金睡觉——记住：**远离股市也是一种投资方法。**

第六,对于一般老百姓而言,买房子通常都是拿来居住的,一住就是几十年。即便是拿来投资的,一般也要两年才会转手卖出去。买股票也要这样,要有长相守的精神和耐力,再好的股票,你也要给时间让它表现其应有的价值。买了好股票拿不住照样赚不到大钱,时间是好股票的朋友,一定要守得住。

以上六点,虽然不完整,但是能够做到是非常不容易的。

股市里的人,往往已经忘记自己是个投资者了,只记得一味地下棋,每一步都快速地移动。殊不知,动得最快的往往输得最惨,那些稳如泰山的智者,不出手则已,一出手就是一招定输赢。

是该端正态度的时候了,时间一定会站在价值的那一边。

前言

致散户朋友的十八封短信

我把自己总结的股票实战心得体会浓缩成下面的十八段话,希望读者朋友能在阅读本书前不要忽视我的一番肺腑之言。请相信我,我是真心希望你能够真正从股票中赚钱!

第一封短信

深入了解一个行业是如何赚钱的!这是散户在买卖股票时应当非常明确的。彼得·林奇曾经多次告诫散户:要从工作、生活中发现大牛股。深入了解一个行业会让你非常清楚地知道,一只股票现在怎样以及未来会怎样,至少你会看到一个比较清晰的行业前景。“隔行如隔山”,对于一个行业的了解,不但有助于你的工作,对于你的投资也将如虎添翼。因为买卖股票本质上就是参股做一桩生意,你将如何选择一桩生意呢?是不是听说哪个生意好做就一头扎进去了呢?当然不是,相信你通常会选择自己看得特别清楚、非常得心应手的生意去做,这样你赢的概率就会极大地提高,股票买卖的道理也是如此。

第二封短信

在自己深入了解的行业中选择最能赚钱的上市公司。比如,如果你是在一家房地产企业上班,那么你对哪家房地产企业最能赚钱,应该最有把握。而问题在于,你是不是坚定自己的看法。千万别“这山望着那山高”,总

地产股攻略

以为自己不了解的公司可能更赚钱,这通常是人性的弱点。

第三封短信

对自己最了解的行业中最能赚钱的公司进行价值分析。这个价值分析方法并不一定是机构投资者们所擅长的那一套——毕竟要熟练掌握那些估值模型并不是一件简单的事情。散户们应当时刻牢记巴菲特强调的一句话:宁要模糊的准确,也不要精确的错误。机构投资者们通常使用的价值分析手段是理论上的,看似非常准确(往往能提供一只股票短期内的目标价),其实却往往并不能完全代表一家上市公司实际的赢利能力及未来将会面临的状况。

第四封短信

对于自己最了解的行业中最能赚钱的公司进行适当的技术分析。这里所说的技术分析并不是指那些让你感到头痛的技术指标,而是指股票波动中的高峰与低谷。对于一家赚钱能力很强的公司,如果在股票波动中的高峰买入,也将会使你备受煎熬。当然,股票的价值最终会得到体现。但是,对于一些过度炒作的股票,也许你选择的买点可能要等上数年或者数十年才能再次达到,或者永远不可能达到。而且,等到那时候,你也只能赚上很少的钱(只能获得长期的现金分红和送转股)。

第五封短信

如果你已经决定买进自己看好的行业中最赚钱公司的股票,那么,请你准备好足够的“闲钱”,注意:一定是“闲钱”。为什么这样说呢?因为只有是“闲钱”,你才能够做到足够的淡定,淡定到无论买入后股票如何变化,你都能非常坦然地面对。这样,你将会获得较高的投资回报。有的人拿了维持生活基本需要的钱去买了股票,总希望几天就能赚上一大笔,结果往往事与愿违。这种投资本身就存在着巨大的风险——无论涨跌,你都将承受巨大的压力,而这种压力常常会导致情绪上的波动,从而影响到你的持仓心态。

第六封短信

何时卖掉你选择的最赚钱公司的股票,这是必须要清楚的。“何时卖”

通常没有一定的原则,但是,从获取最高投资回报率来看,“何时卖”通常要遵循一条原则,那就是看公司是不是还能够一如既往地赚钱。如果是,你还可以持有,甚至增仓;如果不是,那就是明确的卖出信号。其他的投资评级建议都是无足轻重的。

第七封短信

在买进一家最能赚钱公司的股票时,你应当使用足够的资金——用你全部的“闲钱”买进,只有这样,你才能获得最高的投资回报率,不要指望通过所谓的“分散策略”来平衡风险。如果你要采用“分散策略”,那就不要选择买股票,而是直接选择买入指数型基金(比如上证50指数型基金),因为“分散策略”几乎无异于指数型基金,而且买指数型基金你基本上可以不用“动脑”。

第八封短信

耐心持有你的最赚钱公司的股票,不要听信任何会左右你信念的言论,不要理会市场情绪,你要知道,“市场先生是来服伺你的,不是来领导你的”。记住一句投资名言:“人人贪婪的时候,应有所恐惧;人人恐惧的时候,应当有所贪婪。”如果你选择的最赚钱公司的股票由于市场情绪的波动而大幅下跌,这正是追加买入的时机,而不是考虑要不要清仓的信号。

第九封短信

永远不要试图去预测股票市场下一步会怎么走,而应当将你的精力放在“预测”你认为最能赚钱公司的未来将会怎样。也就是说,你应当更多地关注公司的基本面,而不是市场的基本面。因为最终决定股票价格的不是市场,而是公司的内在价值。如果你还着迷于各种各样的走势推测,或者所谓的市场下一步的热点,那么你输钱的机会将会随着你的着迷程度而加大。“试图预测市场”是包括许多机构投资者、基金经理都会犯的错,这是一种赌徒的心态,是投机,而不是投资。

第十封短信

股票投资最大的回报来自于你认为最赚钱公司未来所能赚取的利润。

地产股攻略

但是,这并不意味着你只需要关注未来,这是一种严重的偏见,必要的想象力有益于股票投资。但是,千万别随意“为你的想象力埋单”。伊索寓言中有一句话,叫做“手中一只鸟,胜过灌木丛中的两只鸟”。这是什么意思呢?股神巴菲特是这样解读的:投资就是数钱,没有任何欲望和幻想。A股市场中常常会出现一些“概念股”,简直是炙手可热,而且股价在二级市场的表现确实是“牛气冲天”,你是否也跃跃欲试呢?请你远离这些所谓的“概念股”,除非你买的最赚钱公司的股票正好是市场上认同的“概念股”,那么你也不要为此而“飘飘欲仙”,这只能说明你的投资回报时间被市场大大地缩短了,本来按价值增长要等到10年后才有的回报,这时候你可能只需要10个月就轻松地获得了。那么,你要做的是什么呢?毫无疑问,及时兑现你的投资回报。

第十一封短信

永远不要认为股票投资赌的就是“谁胆子大”。别以为真的是“撑死胆大的,饿死胆小的”。提醒你注意:巴菲特和索罗斯的第一条生存法则就是“保住资本”,而不是“赚很多很多的钱”。“留得青山在,不怕没柴烧。”不要拿自己的身家性命去赌,那不是稳健的投资。

第十二封短信

永远不要认为股票投资只是有钱人的游戏,这是穷人的心态,不是一个投资者应有的心态。股票投资适合于所有真正理解它的人,并不是指有钱人。普通的工薪阶层一样可以大大方方地做股票投资。提醒你注意:不是谁的钱袋更大更厚,谁就能在股票投资上赚更多的钱。通常的情况是,谁能真正用好手中有限的钱,谁才是股票投资的赢家。对于那些只凭勇气,不想自己动脑就想发大财的人来说,手中的钱越多,输的钱就会越多。

第十三封短信

一定要养成独立思考的习惯,不要做“跳蚤”,总是跳来跳去,总想吸多一点别人的血,最终只能被人捏死。沉下心来安静地研究你熟悉的行业和你熟悉的公司,你会发现,股票投资的风险是可以控制的,而且投资回报率也是非常高的。A股市场并不缺少大牛股,但是并不是很多人都享受了大牛

股带来的回报。

第十四封短信

千万不要因为一些所谓的市场权威人士的看法而改变你原有的投资计划,这将是致命的投资错误。比如,你明明看好一只房地产股,这家公司是你熟悉的非常能赚钱的公司,而且价格也是你认为合理的,你正要准备买入,可是,这时你却在报纸上或者电视台上、网络上看到某些股票专家说这家公司要完蛋了、前景不看好等一堆分析。你因此动心了,开始怀疑自己的判断,于是就改变了主意。可是,恰恰让你生气的是,股票价格却在这个专家分析不久之后开始上涨了,而且是天天都涨得厉害,于是你后悔不已。为什么会这样呢?是这个专家欺骗了你吗?是你自己欺骗了自己吗?都是,也都不是。问题不在于谁欺骗谁,而在于你还不是真正地懂得股票投资。

第十五封短信

千万不要迷信那些什么江恩理论派生出来的一大堆技术分析,还有什么蜡烛图,说白了,那些东西只能让你越陷越深,最终不可自拔。股票的价值不是由技术趋势来决定的,任何时候都要记住这一点。技术趋势只能在某种程度上说明当前市场对一只股票的看法。正如巴菲特所言,“股票在短期内是投票机,长期来看是称重机”,哪家公司最能赚钱,其股票就会越有分量,而且市场终究会认同其“重量”的。

第十六封短信

千万不要听所谓的内部消息来买卖股票,这也是一个致命的投资错误。可以这么说,所谓的内部消息都是虚假的,真正的有价值的信息通常只有公司的决策层才能知道。比如,一些并购重组的信息。这些信息确实会使股票价格产生极大波动,但是,通常这些信息不会由所谓的“消息人士”掌握。更直白地说,如果一个自称有这类消息的人向你透露这种消息,你的第一个反应一定要是:既然这个消息那么重要,他为什么会告诉我呢?如果是真的,他为什么不直接用真金白银大量买进呢?

第十七封短信

股票市场从来就没有所谓的“必然性”，只有你手中的你非常熟悉的最能赚钱的公司存在一些赚钱的必然性，关键在于你要善于发现这种赚钱的必然性，并且长期地坚信这种必然性。正如当年巴菲特投资美国运通，那时候，华尔街的大部分证券分析师及机构投资者都对美国运通不再看好。但是，巴菲特通过自己的观察和分析，认为美国运通还有极其强大的生命力，其市场地位仍旧没有动摇。于是，他大量买进了，也由此获得了丰厚的回报。

第十八封短信

最后的一点必须提醒你：不要把股票市场当成赌场。股票市场有很多的惊喜，也有很多的眼泪，但是它不是一个公开的赌场。如果你认为它是一个赌场，那么我有充分的理由相信，你将会是那个输得精光的家伙。

什么样的地产上市公司不容易死掉

做地产股投资，我想，首先是要考虑一家地产商的寿命。对于长期投资而言，寿命长短是很重要的。短命的地产商，就算是眼前赚的银子像流水一样，那也只能满足股东暂时的饥渴，并不是长久之计。在大多数人眼里，房地产是个“暴利”行业，也是“高危”行业。这也使我不断地思考同一个问题——什么样的地产商最不容易死掉？我想，只有先保证不容易死掉，才可以再去考虑他们将会如何为股东创造财富。

既然考虑到生死的问题，我想，就不得不提到美国的房地产了。大家都知道，2008 年美国的房地产商有一大堆倒下了，看似有美国政府撑腰的“两房”都轰然倒下，真让人倒吸一口凉气：中国的地产商往后会不会也有类似的遭遇呢？或者，考虑到房地产和金融业的紧密关系，也引发出另一个问

题：是中国的房地产商先倒下，还是银行先倒下。

我想，关于上述的“倒下”或者“谁先倒下”的问题，是值得思考的。老百姓的感觉是实在的、真切的，当然，也往往是一些过分的担心。我想，中国的房地产业和金融业都还不至于会像美国那样倒下，其中最重要的原因在于，中国在这两个产业里的杠杆远远低于美国。中国的房地产商虽然都有大量的负债，但主流地产商的财务杠杆都还只有2~4倍，银行业的坏账虽然多，效率也很低，但是中国的银行没有太高的杠杆。美国就截然不同了，美国是非常善于利用杠杆赚钱的国家，而被广泛采用的各种金融衍生工具又使原本已经很高的杠杆呈现几何级数的上升。这是非常可怕的，一旦一个产业中的某个环节出了问题，整个产业都可能为此而倒下，就像美国的房地产次级贷款领域。

好了，讲得太远了。我想，这些涉及国计民生的大问题，不需要在这里探讨那么多，况且，也是三言两语说不清楚的。回到我一直思考的问题上来——什么样的地产商不容易死掉，因为这切切实实关系到投资者的利益。

我曾经想，如果把一家地产上市公司比作一个人，再想想他的生死问题，就会清晰多了。譬如，一个人原本身体非常健康，很少生病，而且非常喜欢运动，家境富裕，心地善良，脾气也好，又略懂得些养生之道，这样的人，长命百岁的概率是较大的。相反，如果一个人，本来身体就不太好，常常生病，而且又不喜欢运动，总是吃药。可是，他却还是整天喝酒抽烟打麻将，家里不富裕，脾气又不好，还常常骂人，不反省自己，总想着报复别人，这样的人，我想，长命百岁的概率是比较小的。

生死之事，人如此，企业也莫不如此。

可以长命百岁的房地产商肯定是有一些独特之处的。要么是一直以来身体都非常健康——在过去的很长时间里，业绩一直表现很好；要么是有一个非常有钱的“富爸爸”——大股东实力雄厚，儿子也不会差钱，不差钱就不怕，生了病就有钱来治，也就不容易死；要么是自己有一手特别能赚钱的本领，虽然偶尔生点病，也是无关生死的，即使到了生死关头——因为有钱顶着，医学那么发达——也是不容易死掉的；要么是名气特别大，人缘好，谁也

地产股攻略

不愿意让他死掉,谁都愿意帮他,他也就有望长命百岁了。

我非常希望,中国所有的有良知的地产商都能够长命百岁,因为老百姓的住房安居大工程需要他们,城市发展、商业繁荣需要他们,希望他们都身体健康,不急躁,不贪婪,多运动,多发善心。

A 股里有哪些地产上市公司具有类似的“不容易死掉”的特质呢?

1. 身体一直比较健康的地产上市公司“不容易死掉”。这样的公司有:万科、华侨城、招商、金地、金融街、保利、陆家嘴、张江高科等。当然,还有中国建筑也可以属于此类,因为中国建筑有个“儿子”特别厉害,那就是真正可以称得上房地产隐形冠军的中海地产,这家企业是在香港上市的。

2. 有一个富裕的爸爸的,尽管偶尔会生点病,也属于“不容易死掉”的一类。这样的公司主要是一些国有控股的地产上市公司。比如:国务院国资委控股的,如保利、华侨城等;还有地方国资委控股的,如深振业 A、浦东建设、外高桥、金融街、空港股份、云南城投、陆家嘴、张江高科、小商品城、轻纺城等。这些地产商也是属于“不容易死掉”的。

3. 有一种特别能赚钱的本领的地产上市公司,是最有望长命百岁的,也是最值得投资者期待的。比如:华侨城——有诸如“欢乐谷”、华侨城酒店等非常良好的现金流项目支持,不差钱,不用怕;小商品城——有大量的“黄金铺位”,可以收到大量的现金,也是不差钱,也不用怕;招商地产——有大量的优质自持型的商业物业,特别是有供水供电的最稳定的现金流收入,也是不差钱,不用怕;陆家嘴——拥有优质地段以及稀缺型的自持商业物业,也是不差钱,不用怕;张江高科——园区内的垄断型经营,大量的物业可供出租,就算是空置率再怎么上升,也是有相当的现金流收入的,不差钱,不用怕;金融街——商业地产的龙头老大,持有大量的高档金融地产物业,即使空置率上升,租金水平略有下降,也是不会差钱的,不用怕。

4. 有一种是企业非常出名的,名气大了,也是“不容易死掉”的。诸如万科、华侨城、保利、招商、金地等。提到房地产,人们就容易想起这样的企业来,可见知名度大,有品牌价值的支持,不会太差钱,也是“不容易死掉”的。

5. 我想,还有一种地产上市公司也是可以有长命百岁的,就是那些既没有“富爸爸”,也没有特别赚钱本领的,也没有大名气的,但是很有责任感

的,能够不贪婪,能够坚持努力不断做好的民营上市地产企业。我想,从某种意义上说,这样的地产商更值得人们尊敬,他们代表了中国最有希望最具活力的一股力量。这方面的企业我就不便提及了,有心的读者朋友可以调查了解,有哪些地产商属于这种类型。努力找呀,说不定这一找,你就找到一只大牛股了呢。

多根擎天柱才能创造长线地产牛股

一根擎天大柱难于支撑一片新的天地,多根擎天大柱才可能创造新世界。地产牛股的形成不是单纯的某方面原因造成的。

在选择一只地产股时,应同时考虑毛利率、净资产收益率、总资产周转率、负债率、增长率以及资金成本等指标。优秀的有潜力成为长线牛股的地产企业,通常都会在这些指标中有较好的表现,比如有较高的毛利率和净资产收益率。在众多指标中,尤其应当重视四个指标:一是毛利率,二是净资产收益率,三是财务杠杆,四是增长率。如果一只地产股有较高的毛利率、净资产收益率和增长率,而同时却有低于同行业平均水平的财务杠杆,那么可以基本判断这是一只好的地产股——赢利能力强,基本面良好。为什么呢?其实理解起来也不难。

对于毛利率来说,是毫无争议的——较高的毛利率总是代表着潜在的较高的获利能力。这就好比卖大米的和卖房子的相比一样,为什么卖大米的总是赚不了卖房子的那么多钱呢?因为卖大米的毛利低得可怜啊,相比卖房子的来说,简直是九牛一毛啊——这可是地球人都知道的啊!

至于净资产收益率,那也是发现大牛股的好指标。一般来说,净资产收益率连续多年超过25%的房地产企业,说明其赢利能力是相当强的。当然,这同时还要结合其财务杠杆来分析,因为房地产公司通常都采用了较高的财务杠杆来运营,而较高的财务杠杆实际上是会推高净资产收益率水平的。

请先看我对净资产收益率指标所做的分解图(图0-1)。

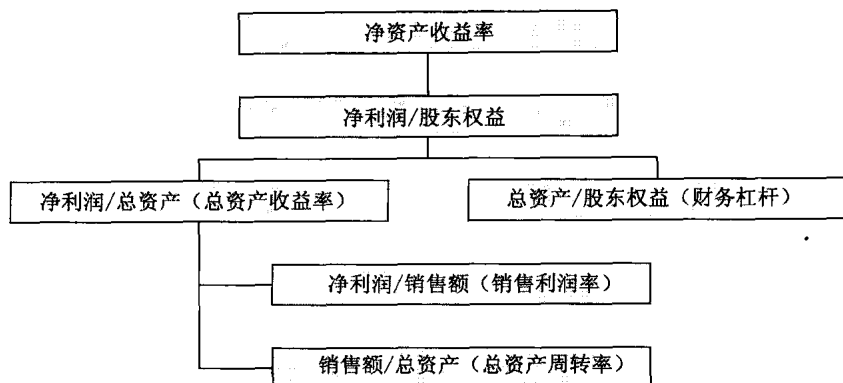


图0-1 净资产收益率分析图

从图0-1对于净资产收益率指标的分解中我们可以看到,分解到最后,可以将净资产收益率原来的计算公式: $ROE = \text{净利润} / \text{股东权益}$,转化成新的计算公式: $ROE = \text{销售利润率} \times \text{总资产周转率} \times \text{财务杠杆}$,这就让我们看到了净资产收益率的本来面目——净资产收益率很容易被财务杠杆操纵,使投资者不容易看到企业主营业务的真正赢利能力。财务杠杆作为净资产收益率的一个重要因子,其数值越大,就越会推高净资产收益率水平——有些地产股可能毛利率比较低,而且总资产周转率也比较低,然而,因为其善于融资搞规模扩张,就很有可能使其净资产收益率维持在一个不算低的水平。可以说,这是净资产收益率指标最大的缺陷。因为我们知道,较高的财务杠杆通常都意味着较高的经营风险,由财务杠杆推高的净资产收益率其实并不那么可靠,也不能真正反映企业销售产品及提供服务的获利能力。

在最后推倒出来的净资产收益率公式中,我们还可以看到另一个变量,那就是总资产周转率。这个变量是怎么决定净资产收益率水平的呢?

我们知道,总资产周转率的决定性变量是销售额,这里大有学问。我曾经在研究保利地产时,发现保利地产的毛利率并不高,远远低于华侨城A、深振业A和陆家嘴等地产股的地产业务的毛利率,但是其净资产收益率水平却和这些毛利率极高的地产股基本处于同一个水平线。再看其财务杠杆,也和这些企业没多大的区别。这是为什么呢?这就是保利地产的总资产周

转率在起作用了。保利地产通过快速地开发和销售,实现了较高的总资产周转率,从而提升了其净资产收益率水平。像保利地产的这种现象,就是一种典型的大象也要跳舞的情形。由于较高的总资产周转率导致的高净资产收益率的现象,在一些毛利率非常低的行业中表现得更为突出,比如零售业——其毛利率通常只有8%~20%,相比房地产行业普遍的35%~70%的毛利率,可谓是低得可怜,但是不少零售业企业的净资产收益率水平并不比房地产企业的低。这又是为什么呢?这就是总资产周转率在作怪了,也就是我们所说的“薄利多销”方式在起作用。保利地产不是“薄利多销”,但有点类似。我发现,保利地产的成功关键在于其销售能力,快速实现庞大的销售额使得其能够快速回收现金,从而实现下一个更大规模的滚动开发。

看透了净资产收益率这个指标后,我们再来看增长率,就比较容易理解了。增长率指标既可以是销售收入增长率,也可以是净利润增长率,还可以是毛利率增长率和每股收益增长率等。在这里,我着重分析销售收入增长率和净利润增长率。这两个指标都不难理解,关键是要分清其增长的质量。用什么方法来判断增长质量呢?我的看法是,如果一只地产股的增长是建立在其销售收入增长基础之上的,那是一种可以信赖的增长;如果是建立在其投资收益增长基础之上的,不确定性就较大;如果是因为处理一些资产而获得的收益增长,那就更“不靠谱了”。真正的高质量的收益增长,应当是各项赢利指标都同时表现出稳健增长的。比如,在净利润增长的同时,其毛利率也是增长的,其销售收入也是增长的,其每股收益也是增长的,其经营性现金流也是增长的,那就值得信赖了。必须清楚的一点是,收益增长并不总是一件好事——不是高质量的增长,有可能反而损害股东的权益。这又是为什么呢?道理很简单。打个比方,你做一项生意,去年是拿100万元就可以赚10万元的,今年你是拿200万元才能赚到12万元的,赚的钱是多了20%,但是,你觉得这项生意是越做越有劲还是越做越不想做呢?你去年的净资产收益率是10%,今年的6%,你当然觉得这生意是越来越难做了,因为你的投资回报率低了很多。我打这个比方后,你能明白收益增长并不一定有益于股东的道理了吗?很显然,只有那种投资回报率趋于增长或至少是趋于平稳的收益增长,才是有利于股东的,否则,表面上是有利于股东