



李石养 著

炒股一定要懂 上市公司分析

**彼得·林奇曾经说过，不进行研究的投资
就象打扑克从不看牌一样，必然失败！**

没有人能预测利率、经济或股市未来的走向，抛开这样的预测，注意观察你已投资的公司究竟在发生什么事。



机械工业出版社
China Machine Press

投资者必读系列



炒股一定要懂 上市公司分析

李石养 著



机械工业出版社
China Machine Press

当我们迷失于股市时，请暂停下来想一个简单的问题：到底是什么决定了我们的投资回报率？也许你认为自己不够聪明，但本书想要告诉你：其实并非你不够聪明，而是你没有将聪明才智用在上市公司的分析上。请记住：是上市公司的经营发展决定了股价的长期表现。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

图书在版编目（CIP）数据

炒股一定要懂上市公司分析 / 李石养著. —北京：机械工业出版社，2012.6
（投资者必读系列）

ISBN 978-7-111-38934-7

I. 炒… II. 李… III. ①上市公司—会计报表—会计分析—基本知识 ②股票投资—基本知识 IV. ①F276.6 ②F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2012）第138106号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）

责任编辑：蒋桂霞 版式设计：刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2012年7月第1版第1次印刷

170mm×242mm · 12.5印张

标准书号：ISBN 978-7-111-38934-7

定价：36.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261，88361066

购书热线：(010) 68326294，88379649，68995259

投稿热线：(010) 88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com

献给亲爱的爸爸妈妈

序 | PREFACE

投资者的“诫子书”

三国时的诸葛亮写给他儿子的《诫子书》仅有86字，可谓字字珠玑，是千古教子名篇。今天读来，《诫子书》仍有很强的现实指导意义，从一个投资者的角度阅读它，更有一种醍醐灌顶之感。

投资大师芒格是个十足的“书虫”，他戏称自己是一本“长着两条腿”的书。他本身是学法律的，后来竟然能设计出游轮，这与他“百科全书式”的学习密不可分。“非学无以广才”，然而怎样才能实现高效率的学习呢？核心在于“静”。“学须静”，这其中蕴涵的哲理非同一般。“静”是一种状态，也是一种境界。佛学中特别强调“静”，有“静而生慧”的说法。然而，又何以做到“静”呢？核心在于“淡”与“俭”。一个投资者，如果经常忙于各种各样的应酬与交际，整天花天酒地，总喜欢挥霍显摆，怎么可能静下来呢？静不下来又怎么做投资研究？不做深入研究又怎么拓展投资“能力圈”，从而发现新的投资机会呢？经验表明，非常杰出的投资家都是生活简朴、节俭的。巴菲特个人资产已经高达几百亿美元，然而他开的车却很普通，不是劳斯莱斯，也不是林肯加长版。试想，一个不懂得珍惜金钱的人，又怎么可能好好地利用金钱呢？又怎么懂得尊重他人的劳动成果呢？又怎么可能做一个有利于社会文明进步的投资者呢？

“淫慢则不能励精，险躁则不能治性”。在一个信息爆炸

并且充满诱惑的时代，一个投资者如果不能“静以修身，俭以养德”，将很难维持长期复利增长，愿君以诸葛亮的《诫子书》为鉴。

温馨提示：本书中所谈及的任何一家上市公司，旨在表述特定的某个观点或方法，均不是具体的投资推荐，敬请各位读者朋友知晓。

目 录 | CONTENTS

序 投资者的“诫子书”

第一章

- 以上市公司的甄选为核心理念 /1
- 上市公司的经营发展是投资决策重点 /1
- 真正的风险来源于上市公司的经营发展 /3
- “自下而上”与“自上而下”交错进行 /5
- 只有少数上市公司股票值得长期持有 /6
- 确保所投入的资金是“闲钱” /7

第二章

- 做一个真正独立思考的投资者 /9
- 自我反省是投资进步的阶梯 /9
- 长期独立思考方能取得超额投资回报 /10
- “知止”是自我反省的重要方法 /12
- 培养独行侠式的“定性” /13
- 努力做到随时随地“能静” /15
- 做一个“能虑”的智者 /17

第三章

- 买卖理由应基于坚实的分析 /19
- 仔细审视过往的投资清单 /19
- 买入的理由是否足够“靠谱” /22
- 争取拥有上市公司分析的完备知识结构 /25
- 构建上市公司分析的多元思维模式 /27

第四章

- 少数上市公司股价与市场背离 /31
- 股票的价值在于上市公司的成长 /31
- 股价并不与上市公司内在价值完全重合 /32
- “市场先生”是导致股价与价值偏离的元凶 /35
- 为何这些上市公司能略微背离“市场先生” /37

第五章

- 优秀上市公司的内在特质 /39
- 真正优秀的上市公司该是什么样 /39
- 高质量的持续成长才能成就大牛股 /43
- 零增长上市公司是否有投资价值 /46

第六章

- 识别多种形式的竞争优势 /49
- 以生态系统眼光审视商业世界 /49
- 识别商业生态链中的竞争优势 /51
- 并非所有垄断模型都能带来超额回报 /54
- 规模效应也是一种强大的竞争优势 /56
- 客户黏性是一种甩也甩不掉的价值 /60
- 低成本不是假冒伪劣的代名词 /65
- 品牌竞争优势的特质是可获取超额利润 /70
- 看透商业模式的本质及其竞争优势 /74

第七章

大牛股或许就在家门口 /85

从身边熟悉的上市公司开始着手 /85

探寻不为众人所知的上市公司 /87

选择“德才兼备”型上市公司 /89

第八章

执行“德才兼备”定性评估原则 /91

对上市公司进行“鉴德” /91

学会评估上市公司的赚钱能力 /95

参透上市公司业务流程及现金流转 /103

盈亏平衡临界点不可小视 /105

上市公司“逃不掉”的生命周期 /107

不同行业上市公司具有明显经济特质差异 /109

第九章

勇于质疑上市公司 /118

调研出“乾坤” /118

不宜轻易跨越“能力圈” /124

质疑任何一份上市公司财务报告 /126

最后才考虑利润问题是聪明之举 /130

以增量股权收益率判断真实盈利能力 /132

不要偏信任何一个财务或估值指标 /135

第十章

识别上市公司财务特性的技巧 /138

比率完美性是识别财务“猫腻”的关键 /138

看懂资本结构：不要被高负债率吓倒了 /143

统一百分比：财务分析的有力工具 /146

周转性与杠杆合力形成财富创造效应 /150

很难被会计师掩盖的事实：现金流量 /152

商业本质：比现金流量更重要 /155

第十一章

估值并不等同于终极价值 /158

别忘记一个保守的估值指标：股利收益率 /158

基于会计利润的估值方法：PE与PEG /160

基于现金流与股利的估值方法：NAV、DDM与DCF /165

内在价值取决于企业永续经营能力 /176

内在价值不等于终极价值 /178

第十二章

交易策略与投资组合 /180

交易策略：坚守安全边际交易原则 /180

投资组合：集中下的适度分散 /182

仓位策略：分批次建仓、加减仓 /184

持有策略：兼修套利与长期持有 /185

跋

存活下来就是胜利 /188

第一章

以上市公司的甄选为核心理念

凡事理念先行，投资者应首先建立这样的投资理念：在自我不断反省的基础上修正市场认知、着力于上市公司分析。

上市公司的经营发展是投资决策重点

投资大师巴菲特曾经说过：即使格林斯潘告诉他未来3年美国的货币政策，他也不会改变自己的投资策略。可能对于我们很多人而言，巴菲特说的这句话简直是不可想象的“大谎言”——货币政策的哪一次变化没有影响到股市呢？巴菲特缘何可以如此不顾及货币政策这一个非常重要的宏观层面呢？其实，并非巴菲特本人说谎了，他的投资策略是由他的投资理念和方法所决定的，他更喜欢探寻微观企业的价值及未来发展，而非宏观经济的走势。

事实上，宏观经济是极其复杂的一个系统，并非一般的个人投资者能够看透，即使是专业投资机构也未必对宏观经济了如指掌。当我们发现宏观经济变得糟糕时，通常已经晚了；当我们预测宏观经济走势时，预测往往与现实背道而驰；当我们都沉浸在安枕无忧的太平盛世的日子里时，可能我们谁也不会想到，第二天就爆发了金融危机——谁知道呢？影响宏观经济的因素太多，以至于使得它具备了某些变化莫测的特性。宏观经济层面每天都会有看似新鲜的新闻报道，但事实上，谁又能轻易看到其背后的隐患或者力量呢？

总体上说，宏观经济并非不重要，但是对于个人投资者而言，并非人们想象的那么重要。为什么这么说呢？宏观经济中的人为因素更多、不可预测的因素也多，整个宏观经济就是一个复杂的生态系统，虽然其中有固定的某些规律，但历史发展的经验表明：相对于单个经济体而言宏观经济微妙、复杂，更具有不可预测性。

例如，在宏观经济方面，总有“经济硬着陆”或者“经济软着陆”或者“二次探底”或者“经济崩盘”之类的说法，但是，我们经常看到的现实是：事情并没有预测的那么糟糕，大部分的日子还是“风和日丽”。我们对2008年金融危机爆发时的情形记忆犹新，当时的情况在投资界简直就是“世界末日”，因为绝大部分的投资者都非常悲观地认为是“世界末日”了，中国的经济将随着全球金融危机迅速下滑。但是，我们回头一看，金融危机确实影响很大，但并没有到“世界末日”的地步。

有趣的是，我们发现了一个可以进一步说明我们观点的现象：虽然有众多企业在2008年金融危机中迅速衰败，但也有不少的企业并没有因为金融危机的爆发而走下坡路，反而实现了业绩增长。这样的企业有：云南白药、双鹭药业、东阿阿胶、张裕、贵州茅台、五粮液、航天信息、广州友谊和全聚德等。为什么一些类似上述的企业似乎具有一种能够避免金融危机这种宏观经济环境不利影响的能力呢？简单说，这就是优秀企业的重要表现之一，它们可以在不利的环境下特立独行地成长，这正是我们日夜在寻找的有重要长期投资价值的对象。千万别弄错了，这里可不是推荐股票（好公司并不代表是好股票，因为还有个价格问题），只是拿这些企业来说明我们的观点：宏观经济并不像我们想象中的那么重要。只要我们能够找到像云南白药这样的优秀企业，我们会进一步忘记宏观经济那些事儿。

本书的内容绝大部分都是围绕寻找到类似云南白药的具备特立独行成长能力的企业而准备的，希望亲爱的读者朋友们能够喜欢。

真正的风险来源于上市公司的经营发展

股票投资的真正的风险究竟在哪儿呢？归根结底，风险来自于我们所投资的企业经营状况的变化，而并非市场交易价格的大幅波动。当然，我们极力强调要以具有“安全边际”的价格买入优秀企业的股票，但是这仍然无法阻挡市场交易价格进一步地跌破“安全边际”线，这又有什么关系呢？别的投资者在犯错误，难道我们也要跟着一起犯错误？只要我们持有的优秀企业仍旧蒸蒸日上，超跌的市场价格终究会回归合理，这是无法否定的经济学基本原理——价值决定价格。

资本市场是非常复杂的一个交易系统，其中交融了许许多多投资者的个人看法（这些看法各不相同，当趋于一致时，市场价格就会趋于一致），还有许许多多投资资金的无休止的“乾坤大挪移”行动（基金经理迫于各种压力，不得不进行某些并非自愿或合理的“调仓换股”）。不可否认，市场价格在一定程度上是对股票内在价值的合理反映，但是，市场价格也在很多时候不能正确反映出一家优秀企业的内在价值。而聪明的投资者，恰恰是利用市场价格不能正确反映股票内在价值的机会获得一个具有“安全边际”的买入价格，因此，从某种意义上说，市场价格的大幅波动，对于聪明的投资者而言，反而是一种机会，是一件好事情，而并非是投资风险。

不少个人投资者特别在意市场价格的波动，股价一涨就高兴，股价一跌就忧心忡忡，这是典型的没有“主心骨”。投资者若不能从真正意义上确立对一家企业的价值认知，则极难脱离受到市场交易价格困扰的境地。有些个人投资者，即使以极具有“安全边际”的价格买入了一家经营状况非常稳定的优秀企业的少量股票，他们也可能晚上睡不着觉。为什么呢？因为他们担心明天的股价是涨还是跌，这是对于投资多么大的无知啊！

有一个非常有趣的现象。人们在很多时候，都认为房子是比较保值的，买了房子，基本上是一百个放心，根本不担心房子明天的价格会下跌，因为人们对于房子的价值通常比较熟悉。人们常常会这样想：就算刚买的房子明天就跌

价又有什么关系？反正都是自己住的。然而，截然不同的是，人们对于建筑房子并且还拥有大量土地和持有经营物业的某家房地产上市公司的股票价值却通常持有相反的看法。当我们试图去说服一个相信房子价值的人也同样去相信某家房地产开发经营企业的价值时，发现这是一件非常困难的事情——当然，股票（一种金融资产）的价值比单纯一套房子的价值有更大的识别难度，识别其价值的门槛是比较高的，这也造成了人们对于股票价值的一些偏见，再加上股价每天都在变化，更让不知其“内情”的人们感到不安，由此认为股票具有很大的风险。

认识到风险的真正所在是检验一个投资者的投资理念是否成熟的重要层面，当一个投资者可以坦然面对市场交易价格波动，并且很自觉地将更多的精力花在所投资企业内在价值的研究层面时，在某种意义上，可以说这个投资者已经是越来越成熟了。许许多多的股民，因为没有认识到股票所代表企业内在价值的重要性，而陷于不断地在股价的短期涨跌之间买来卖去各种各样不同的股票，到最后却发现：辛辛苦苦十几年炒股，还是回到了原地。我们有时候非常吃惊：有些股民显然对于企业一无所知，他们手头的资金大约多半不超过100万，但是检查他们所买卖过的股票数量，有的却多达500多只，这是一只规模庞大的基金持仓股票数量的规模。我们认为，只有一个专职股票交易员（操盘手）才会因不同委托人的指令进行各种各样的不同股票的来回买卖，但是，这些股民朋友们却比一个专业操盘手更疯狂，确切地说，他们玩的是交易，而并非投资。

记住，市场交易价格的波动不是真正的风险，真正的风险在于我们对一家企业的内在价值的认知是否构建在坚实的价值分析之上，并且我们所认知的这种内在价值是否发生改变，是朝着更好的方向变化还是朝着坏的方向变化？除此之外，风险还在于我们是否能够坚持我们所认知的价值，并且从心灵深处坚信之。

“自下而上”与“自上而下”交错进行。

从选股的路径而言，通常存在着两种殊途同归的方法，一种是所谓的“自上而下”，另一种则是“自下而上”。

何谓“自上而下”呢？它相当于从大到小，从宏观到微观。当我们面临投资选择时，我们可能会从一个国家开始出发，分析这个国家有没有投资前途，之后，我们会进一步分析这个国家的哪个行业最有前途，进而我们会分析在这个国家最有前途的那个行业里，最有可能胜出的那个企业会是谁。这时候，我们有点像战国时代的策士，需要审时度势，具备战略分析家的眼光，在纷乱的战国时代找到那个最有可能成为霸主的诸侯，我们去“投靠他”——投资它。

这种“自上而下”的选股路径看起来有非常明显的优势，因为从大到小，就可以避免大方向上的错误，是从战略到战术的路径选择。但是，这种“自上而下”的方法也明显存在问题，当我们没有对处于微观中的一个国家的低层民生状态及其企业经营状态进行深入的研究时，我们何以知道这个国家或者这个行业是可靠且具有投资价值呢，难道是靠拍脑袋，说它行就行，不行也得行？

“自下而上”的方法则反其道而行之。“自下而上”是一种见微知著的方法，是让我们从微观到宏观，从小到大。“自下而上”有点像封建时代的皇帝微服私访。记住，所谓“自下而上”并不是说我们可以完全不了解宏观的东西，恰恰相反，我们要具备一定量的宏观认知，要做到“胸中有丘壑”，像皇帝一样，心中装有“万里江山”，然后进行微服私访，只有这样，才能真正发现投资机会所在。见微知著对于那些具备一定见识的人才会起作用。没有一定知识储备的人，将难以从细微的变化中发现将来要发生的大事情。一叶而知秋，没有对天文气候规律的了解，何以知之？

因此，从本质上说，“自上而下”与“自下而上”的选股路径都没有错，只是，我们更趋向于认为：当我们建立了对投资市场的基本认识后，我们更应当采取“自下而上”的方法进行分析，我们的眼睛更应当往下看，从下面再回

到上面来。或者说，我们更主张将两种方法交错应用。可以粗略地从“自上而下”开始，继而又转为“自下而上”，这样既可以做到战略方向不错，又可以将战略落到实处，而且可以从战略的落地处反向论证战略的科学性——这样我们的投资决策无疑更具有弹性及安全性。

只有少数上市公司股票值得长期持有

并非所有的股票都是可以长期持有的。在任何资本市场中，只有少数的股票是值得长期持有的，千万不要误解长期持有股票的这个重要前提条件之一。

或许不少投资专家都会告诉你：股票长期持有才能赚大钱。这句话是没有错的，问题的关键是你一定要知道这句话的背后指的是一家优秀的企业。时间是优秀企业的朋友，是劣质企业的敌人。上市公司当然是所有的公司中相对较优秀的，但是，并非所有上市公司在聪明的投资者眼里都是优秀的，具有投资级别的优秀企业只占少数，而具有长期投资级别的优秀企业就更是凤毛麟角了。

许许多多的股民都会抱怨一个类似的问题：这只股票我拿了好几年，到现在还是亏损的，股市赚钱太难了！股市不是提款机，是实实在在的绞肉机！

这是对股市和股票非常大的误解！股市从来都不曾是提款机，即使是牛市，也有不少的股民在亏钱，熊市就更不用说了。股市也从来都不是绞肉机，因为即使是熊市，也有少部分投资者是可以赚钱的。对于那些未能真正了解股市及股票本质的股民而言，大部分时候股市都将是绞肉机。

排除某些小市值股票被人恶意操纵股价的情况外，长期而言，大多数股票的交易价格是趋向于价值水平线的。如果一家企业的经营状况一直稳定增长，那么，其股价长期趋于上涨的概率是极大的。对于一些股利率很高的企业而言，即使股价不上涨，投资者也可以在长期持有中获得稳定的股利收益。相反，如果一家企业的经营状况波动不稳，业绩时高时低，或者有些干脆就是亏损，且这种情况在未来仍没有改观的希望，那么长期而言，其股价是没有上涨希望的

(排除“坐庄”者对股价的非法操纵)。

明白了并非所有的股票都可以长期持有的道理后，读者朋友可以继续阅读本书后面的内容，它们可以有效地帮助你识别哪些企业是优秀的并且其股票适合于长期持有的。

确保所投入的资金是“闲钱”

在这里我们做出重要警示：如果我们没有稳定可靠的“自由的现金流”来源，也就是说当我们没有“闲钱”的时候，最好远离股票市场，那真的不适合我们。

为什么没有“闲钱”就不要进入股市呢？

这是因为股市从来都没有100%赚钱的概率，相反，大部分时候“浮亏”的概率远远超过赚钱的概率。短期内的股票市场表现，没有人能够预测准确。即使历史上表现非常好的股票如云南白药，其股价也同样不是一路直线上升的，虽然整体趋势是上升的，但当中也是经历了曲曲折折的过程。如果我们恰好在其股价波动的某个高峰点买入了，而股价转头下跌，因为我们投入的资金不是“闲钱”，所以，我们必须“割肉”退出。这就完全背离了我们的投资初衷和理念，我们只能眼睁睁地看着一只大牛股从我们身边跑过，心有余而力不足。

如果投入的是“闲钱”，那么，即使我们是在2007年上证指数6000点时买入云南白药也是不足为虑的，虽然买价颇高，但3年后我们就发现，我们还是获得了超过100%的收益，云南白药的股价又翻倍了，3年的时间年均复合回报率约为26%，我们已经达到巴菲特先生的水平了。

道理很简单：如果不是“闲钱”，即便是大牛股，我们也有等不起的风险。从投入资金的第一天起，我们就担心着要“还债”，我们还可能有什么正确的决策呢？投资是需要时间的，即使我们非常幸运地选择到了大牛股，我们也要有时间让它慢慢地表现出“牛气”来。