

股民的眼泪

张化桥◎著

股市有三种地雷

股民的钱如何流进董事长的口袋
上市公司假账多如地沟油
要选“十倍股”不如先选行业

《影子银行内幕》作者
香港股市第一代浑水领袖
解读股市骗局的力作

恒昌财富独家赞助



中国人民大学出版社

股民的眼泪

张化桥 著

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

股民的眼泪 / 张化桥著. —北京: 中国人民大学出版社, 2017. 8

ISBN 978-7-300-24391-7

I. ①股… II. ①张… III. ①股票投资-基本知识
IV. ①F830. 91

中国版本图书馆CIP数据核字 (2017) 第112757号

股民的眼泪

张化桥 著

Gumin de Yanlei

出版发行	中国人民大学出版社				
社 址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080		
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511770 (质管部)		
	010-82501766 (邮购部)		010-82514148 (门市部)		
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)		
网 址	http://www.crup.com.cn				
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)				
经 销	新华书店				
印 刷	北京联兴盛业印刷股份有限公司				
规 格	140 mm×205 mm 32开本	版 次	2017年8月第1版		
印 张	8.5 插页2	印 次	2017年8月第1次印刷		
字 数	170 000	定 价	49.00元		

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

自序

冷眼看股市风险

股市的风险，除了种种欺诈以外，还有股民自己创造的，产业的变化，以及政治问题。我举几个例子。

（1）花旗银行和AIG保险公司都是世界金融界最大和最知名的机构。它们（和大量其他的公司）在2008年的大风暴中都几乎死亡，最后靠美国纳税人的拯救才得以活下来。当然，万千股民的投资都只剩下了一个小零头。在香港，大家对发钞票的机构，汇丰银行和渣打银行，都信心满满。可是在风平浪静的最近几年（2012—2016年），它们坏账如山，股民们也受了重创。这些可以预见吗？当然不可能。

（2）中国石油（601857）曾经是亚洲利润最大的公司，它在2007年11月上市当天的股价曾高达48.62元。后来崩盘的故事，大家都熟悉。这种大股票屠杀了股民无数。它今天的结局是可以预见的？是可以的。本书试图对人性的弱点和国企的劣根性做点分析。

（3）基本面分析十分重要：每股盈利，每股净资产，毛利率，行业地位，竞争格局，等等。可是，谁也无法确定股价究竟是5倍市盈率合理，还是50倍合理。分析师振振有辞，但

是，实际上估值区间就是那么宽，那么不可理喻。实例比比皆是。

(4) 一家公司究竟值多少钱？公司有大量的土地，或者利润丰厚，现金流强劲，存款也多。可是小股东能够获得任何实在的好处吗？账上的钱可以流走，或者浪费在无谓的资本支出上。利润和现金流也可以变化。所以，对小股东来说，最实在的还是现金派息。可是派息水平又是可以变化的，谁能担保它不下降呢？

(5) 亚洲的股票为什么一直比美欧的便宜？原因很多。比如科技水平差和管理水平低，负债率普遍太高，等等，但是，法律制度脆弱也是一个重要的原因。比如，小股东可以通过正常途径推翻大股东和管理层吗？野蛮人能够得逞吗？并购重组容易吗？小股东如何才能申请公司歇业清盘，等等。千万不要小看这些法律问题：它们决定了公司的内含价值能够被真正挖掘出来。

从1994年起，我一直在香港和内地的资本市场折腾，其中15年在投资银行工作，其余的时间在上市公司任高管。我两次离开投资银行，都是因为我觉得我没有用处，我帮不了客户的忙，因此那份工作越来越不能让我满足。在全球，投资银行这个行业的产能过剩很严重，竞争过于激烈，同质化的重复劳动很多。我多少有些厌倦了。

本书的主题虽然是如何识别股票市场的地雷和避开地雷，但是，我花了大量的笔墨讲述我为什么离开投资银行，以及患得患失的历程。

依我18年的股市经验，我认为股票市场有三种地雷。这三种地雷分别由上市公司（大股东和高管）、政府和股民埋下。当然，受伤的都是股民。

1. 上市公司埋下的地雷一般由假账、豪言壮语和报喜不报忧混合而成。有些地雷可以持续20年甚至30年不为人知。我们常见的丑闻曝光只是地雷爆炸的极少数情况。比如，企业由于某个偶然的事件，纸终于包不住火了。但是，在绝大多数情况下，股民受了重伤却永远不知道受了伤，更不知道为什么受伤。因为这种地雷没有明显的爆炸，爆炸的形式不是通过丑闻曝光的形式，而是表现为企业的利润奇怪地下滑（或者增长率比预期的低），行业莫名其妙地走下坡路，或者企业突然撇账或者重组，等等。

股票分析不是一门科学，完全是常识。但是，如果公司做假账，你如何分析和给它们估值？

很多公司的大股东从公司偷钱。他们是怎样偷的？在本书中，我做了一些研究。

2. 政府埋下的地雷一般由两个元素组成：怂恿、纵容和帮助上市公司（和拟上市公司）夸大销售额、利润和历史上的缴税额；或者给这些公司吃小灶，在土地、税收、环保和资金方面给予优惠。用低价向上市的国企注资，或者用高价把上市国企的不良资产剥离出来都属于此类。但是，由于这些补贴本身都是一次性的，不可能持续，更不能持续增长，而股民买的是企业未来几十年的收益，因此，这种政府干预都具有欺诈性质，如同地雷。它给股民一次次诱惑，而股民一次次受伤。

3. 股民自己经常埋下地雷：投机行为，过度自信，侥幸心理，不做真正的调研，等等。行业周期性的变化对股民的伤害也都是由于股民不愿意承认自己的能力有限。股民当然还有另外的问题，其中，不留安全边际就是最大的错误。

本书专门用实例讲解这三种地雷的危害。第一种和第三种地雷，全球都不少见，但是第二种地雷是中国特产。假账的严重性中国可能全球第一。我经常讲，中国的地沟油有多么严重，上市公司的假账就有多么严重，因为它们都是同一个文化背景的产物。

本书收录了我的朋友赵鹏给我写的六篇文章，他写的太好了，抓住了香港这五六年几个典型案例。赵鹏是一位香港投资者，他自学成才，观点独到。这六篇文章为本书增色许多，我很感激。

我很高兴，Raymond Jook（祝振驹，13年前我在瑞士银行研究部的旧同事和朋友）允许我用他的三篇关于识别股市地雷的文章（见附录），我非常感激。他现在是翱腾投资管理（香港）有限公司（Avant Capital Management (HK) Limited）董事总经理，专注于大中华区的价值投资。

在本书的末尾，我提供了一个新的书单，供读者参考。我也增加了一篇讲欧美创业企业做假账的小文章。

张化桥



照片摄于沈阳欧亚农业的兰花大棚。（编按：内地民企欧亚农业于1999年在香港上市，后涉嫌做假账，该公司现已除牌；作者任职分析师时，曾撰写报告质疑欧亚农业的账目。）

2001年，作者还因为写格林柯尔的负面报告而被格林柯尔和其董事长顾维军告上香港高等法院。后来，格林柯尔也被除牌了。这两个公司的董事长也都先后入狱。

目录

第一章 券商不知不觉帮了坏人的忙

1.01	投资的信仰危机	3
1.02	第三次回到投行	7
1.03	这就是投资银行吗?	11
1.04	投资银行的人势利吗?	15
1.05	企业做假账的例子	19
1.06	辉山乳业出事了吗?	26
1.07	上市公司陷阱多	28
1.08	魔鬼在其中	52
1.09	上市公司的婚姻和寿命	54
1.10	如何跟分析师打交道	63
1.11	中国股市“水至清则无鱼”?	66
1.12	闭上眼睛给股票估值	69
1.13	新股上市, 投行搅局	76
1.14	Facebook 的官司, 股民的教训	80
1.15	可爱的分析师和审计师	82

第二章 股民的眼泪

2.01	自设地雷, 股民垂泪	87
2.02	坏公司上市, 赚了股民的钱	92
2.03	博人民币升值买汇贤产业信托?	95
2.04	中国股民需要大实话	96
2.05	股民没来由的自信	99
2.06	亏钱容易赚钱难	102
2.07	对冲基金不是坏人	106

2.08	作为股民，我究竟想赚谁的钱？	111
2.09	股民总是坐立不安	113
2.10	惹不起，躲得起	117
2.11	如何避开庭市的地雷	120

第三章 我从股票得到的深刻教训

3.01	公司壮大不等于股民赚钱	125
3.02	激励机制决胜	128
3.03	好行业也有坏公司	131
3.04	周期性股票难以捕捉	137
3.05	赚钱是小概率事件	141
3.06	餐饮业没有护城河	144
3.07	便宜货是“价值陷阱”	147
3.08	小心竞争激烈的行业	149
3.09	中国房地产公司基本不行	151
3.10	地产行业的陷阱	161

第四章 十倍股，往何处寻？

4.01	如果利润不再增长	167
4.02	体育用品公司前途堪忧	173
4.03	别碰需要营销的公司	175
4.04	港人爱股大势已去？	178
4.05	中国地产股成了二手汽车	180
4.06	寻找十倍大牛股	182

第五章 提防官商同诈，重建股市文化

5.01	政府欺诈毒害股市	189
5.02	上市公司的庞式骗局	193
5.03	企业假账多如地沟油	195

5.04	中国式畸形股权文化	197
5.05	分红无限好，只是别强迫	212
5.06	分红派息的欺骗性	214
5.07	提防永不长大的上市公司	217
5.08	股市好坏的七大标准	220

第六章 合理资产配置，降低风险

6.01	噪声中觅经济方向	227
6.02	企业少做少错的道理	233
6.03	资本市场和社会的绝望	238
6.04	资产配置的新问题	243
6.05	如何降低投资的风险	246

附录 识别股市的地雷

一、剩股等人买	250
二、好股，坏股，烂股，便宜股	253
三、低管治，低估值	255

参考文献	258
------------	-----

后记	259
----------	-----

自序 冷眼看股市风险

股市的风险，除了种种欺诈以外，还有股民自己创造的，产业的变化，以及政治问题。我举几个例子。

(1) 花旗银行和AIG保险公司都是世界金融界最大和最知名的机构。它们（和大量其他的公司）在2008年的大风暴中都几乎死亡，最后靠美国纳税人的拯救才得以活下来。当然，万千股民的投资都只剩下了一个小零头。在香港，大家对发钞票的机构，汇丰银行和渣打银行，都信心满满。可是在风平浪静的最近几年（2012—2016年），它们坏账如山，股民们也受了重创。这些可以预见吗？当然不可能。

(2) 中国石油（601857）曾经是亚洲利润最大的公司，它在2007年11月上市当天的股价曾高达48.62元。后来崩盘的故事，大家都熟悉。这种大股票屠杀了股民无数。它今天的结局是可以预见的？是可以的。本书试图对人性的弱点和国企的劣根性做点分析。

(3) 基本面分析十分重要：每股盈利，每股净资产，毛利率，行业地位，竞争格局，等等。可是，谁也无法确定股价究竟是5倍市盈率合理，还是50倍合理。分析师振振有辞，但

“拿人钱财，替人消灾”，这是个朴素的道理。投资银行的投行部和审计师吃的都是上市公司的饭，所以，多多少少会站在公司这一边。在不违法不违规的情况下，只要能过得去的事，投行和审计师都会让它过去。毕竟他们都不是警察。



1.01

投资的 信仰危机

20世纪90年代，吉姆·沃克（Jim Walker），人称 Dr. Jim是我在里昂证券的顶头上司。他是亚洲首席经济学家，我负责大中华区的宏观经济学研究。他多年被基金经理们评选为最佳经济师。我也很欣赏他的勤勉和水平。10多年来，跟竞争者一样，他坚持每个季度写一本亚洲地区的宏观经济报告，对每个国家每个月的汇率和消费者物价指数（以下简称CPI）也要做出预测。我对这种预测毫无兴趣，也确实不知道怎么做预测。不过，所有投行都做这样一件自欺欺人的事，并且堂而皇之地出版和推介。我真的不明白买方的投资者们为什么愿意花时间听这种预测。

今天回头看，我当时的那种看法也许对，也许错。谁知道呢？不过，我铁了心要转行做股票研究。

捅马蜂窝被辞职

1998年底，我在汇丰银行做中国研究部主管才半年，突然被开除了（准确地说是被辞职）。在那前面的几年，我一直有一

个理论，并且写过很多报告。我认为，中国当时的外汇储备已经太多（不是太少），人民币被低估，而不是高估。我认为当时的亚洲金融危机对人民币没有什么影响。1998年，中国财政部宣布发行20亿美元的扬基债券（Yankee Bonds）。我认为当时的官方借口完全没有道理。他们说，中国需要一个利率曲线，以便日后中国政府和企业到国外市场发行债券时作为基础利率的参照系。其实，当时的真实原因是，外国投行不断游说中国财政部发债（毕竟外国投行需要佣金收入）。有人说，我们的财政部官员也想趁机出国旅行（美其名曰“路演”）。是否就这么简单？我不得而知。

不过，这让我联想到这几年内地大量的省政府和市政府在香港的大型招商活动。领导们带领几百人甚至上千人到香港住在昂贵的酒店，吹一通大话，然后大吃一通。领导们和喽啰们就去采购LV包、化妆品、西装和其他奢侈品。有时参加这种会，我碰到一些莫名其妙的人。他们对招商的内容一点兴趣也没有。他们来香港只是为领导们的奢侈消费埋单的。但是你别可怜他们。领导让他们埋单是瞧得起他们，是给他们面子。成百上千的人想来埋单，但是没有机会。

比起近些年招商活动的奢侈，1998年的国债发行的环球路演简直可以算是“艰苦朴素”。1994年，我刚到瑞士银行工作时，曾经陪同几个部委的处长、司长和部级领导到欧洲考察“金融市场”。坦白说，当时只是美酒佳肴、豪华酒店和工作内容不清晰而已，没有任何可以炫耀的额外花絮。官员们为老百姓当公仆，辛辛苦苦，改善一下待遇，也无可挑剔。

1998年12月15日，我反对中国政府发行“美国扬基债券”的报告被香港《南华早报》摘要报道了。该报引用我的话说，中国财政部发行扬基债，是个“双输的行为”。毕竟，这些债券融到的钱又会用来买美国国债，利息只有3%左右。在利率上，中国的老百姓净亏两个百分点以上。我可捅了马蜂窝了。我当天就被辞职。在失业四个月之后，我又被我以前的雇主法国东方汇理银行下属的惠嘉证券聘回，当股票研究部主管。两个月后，我又被另外一个老东家瑞士银行挖角过来，也是担任中国股票研究部主管。

预测股价如掷硬币

这次回到瑞士银行，我老老实实工作了7年。从完全不懂股票，到稍微有点明白。虽然我5次被《机构投资者》杂志评为中国分析师第一名，但是我知道我实际上知之甚少。我获奖靠的是嗓门大，而不是专业知识。很快，更大的问题又来了。我开始发现，我根本不能为客户增值。虽然我对个股、行业和股市的评论（报告）很多，但是我明显感到，基金客户对分析师应接不暇。投行界有个说法，基金客户至多只看了他们收到的分析师的研究报告的10%。在很多情况下，他们接待来访的分析师只是出于应付，或者礼貌，或者维护良好关系。我假想，如果我两个月或者三个月不写研究报告，不拜访基金，不打电话，会不会有客户觉得缺少了什么？当然不会。我觉得，这份工作不能做了。

与此同时，我对股票研究的看法也开始转变。我看到我自己对公司利润的预测，对股价的预测，没有任何准确性可言。我的买入和卖出建议一半对一半错，甚至更差。这样的工作不是像掷硬币一样吗？如果是那样，我们何必装模作样写几十页（甚至上百页）的报告呢？那些报告花里胡哨，多少有点煞有介事。比如，我们经常看到分析师把企业明年的利润预测上调5%，或者股票的目标价格上调10%之类。我开始感觉那是有点滑稽的。我后来到企业工作，确信了一点，企业利润在10%以内的变动实在是会计上的一个小误差，可股票分析师竟然把它当一回事。股价变动呢？影响的因素就更多了。5%的股价变动几乎是天天都可能发生的事情。

那时，我的信仰发生了危机。一方面，我开始读有关巴菲特的书，开始相信认真选择好公司，长期持有。另一方面，我开始分析《漫步华尔街》(*A Random Walk Down Wall Street*)。我同时开始理解指数基金为什么比绝大多数投资更优越。我在这两个宗教中挣扎。很显然，我已经抛弃了第三个宗教：频繁交易，试图跑赢大市。但这正是多数人的信仰。

我知道，证券公司的生命在于客户频繁交易，虽然证券公司好像并没有积极地怂恿客户频繁买卖，但是这里潜在的利益冲突是明显的。