

未来

Enjoy the Fun of Growth
with China Economy Development

Enjoy the Fun of Growth

享受成长

未来 15 年——最大投资机会

陈宏超 / 著

■ 中国经济“超白金时代”，中国股市长期牛市

■ 全球基金经理们望眼欲穿的最大投资机会正摆在我们面前



经济科学出版社
Economic Science Press

未来

Enjoy the Fun of Growth
with China Economy Development

Enjoy the Fun of Growth

享受成长

未来 15 年——最大投资机会

陈宏超 / 著

中国经济“超白金时代”，中国股市长期牛市
全球基金经理们望眼欲穿的最大投资机会正摆在我们面前



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

享受成长/ 陈宏超著. —北京: 经济科学出版社, 2007. 2

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6037 - 2

I. 享… II. 陈… III. 证券投资—基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 003658 号

责任编辑: 金 梅

责任校对: 徐领弟 杨 海

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亨

享受成长

陈宏超 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100036

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印刷

787 × 1092 16 开 20.25 印张 360000 字

2007 年 2 月第一版 2007 年 2 月第一次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6037 - 7/F · 5298 定价: 46.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

要想成为一个成功的投资者，就必须克服投资随意性的弊端，严格遵循科学、合理并行之有效的投资原则，才能立于不败之地。

投资者必须执行严格的投资流程，一步一步地分析、筛选，才能在纷繁复杂的市场中挑选出具有长期投资价值的股票。

作为价值成长投资者，最重要的就是进行行业分析，并区分行业发展的不同阶段，从优势行业中发掘出龙头品种进行投资。

对于价值成长投资来说，时机选择主要是把握好行业和公司价值成长期的拐点，并据此做出进入和退出的时机选择。

享受成长

Enjoy the Fun of Growth
with China Economy Development

■ 善意提示 ■

● 股票交易与其他生意不同，其他生意交易越多，收入越高；股票不是这样，绝大多数情况下恰恰相反。

● 牛顿在投资失败后说：“我可以计算天体运行的轨道，却无法计算人性的疯狂。”

● 社会心理学家的研究表明，影响从众心理的最重要因素是持某种意见的人数之多寡，而不是意见本身之正确与否。

● 损失一定数量的钱给个人带来的不安要远远大于赚取同样数量的钱带来的喜悦，这种现象称之为“损失厌恶”。

未来 Enjoy the Fun of Growth
with China Economy Development
Enjoy the Fun of Growth

序

繁荣有效的证券市场不仅能为企业提供融资渠道，而且可以解决经济发展中的资源配置问题和资产定价问题，从而为经济协调发展，开展金融创新提供支持。然而，在中国经济不断增长的同时，作为“经济晴雨表”的证券市场前几年却迟滞不前，陷入长期的低迷状态，其融资功能与资源配置功能也无从发挥。

从公司治理的角度来看，流通股和非流通股并存是阻碍证券市场停滞不前的根本原因。股权分置的初衷是希望发行流通股以发展社会主义市场经济，发行非流通股以维护社会主义公有制的性质。但是，由于国有上市公司的非流通股处于绝对控股的地位，尽管实现了维护公有制性质不变的初衷，但在公司治理方面却显现出诸多弊端。如所有者缺位，内部人控制问题。此外，大股东与上市公司还处于利益分割状态，前者对后者在二级市场的表现漠不关心，还利用控制权掏空上市公司资产、占用上市公司资金、让上市公司违规担保和进行利润输送等等。在这样的情况下，上市公司的盈利情况及在二级市场的走势均不可能有出色表现，投资者也不可能积极参与到市场中来，股市也不可能健康发展。

基于对股权分置危害的深刻认识，政府和监管部门痛下决心解决这一重大问题。2005年4月中国证监会宣布启动股权分置改

革试点工作，正式拉开了股权分置改革序幕。经历了一年多的股改变革，到 2006 年底，绝大部分上市公司完成了股权分置改革，中国股市即将真正进入“全流通时代”。股权分置改革取得基本成功，标志着证券市场的重构取得了决定性胜利。

正是以股权分置改革为标志的一系列重大制度变革与制度创新，促使中国证券市场发生历史性转折。历史遗留的制度性缺陷所导致的扭曲的证券市场定价机制、公司治理、国有资产管理体制改革的推进等问题正在逐步得到解决。而中国经济的“超白金时代”将为中国股票市场的发展注入源源不断的动力源泉。中国股票市场将改变以往与中国经济增长相背离的局面，经济的增长将相应反映在中国股票市场上，而股票市场将真正成为经济的“晴雨表”。中国证券市场的新纪元已经开始。从此以后，证券市场将逐步走向健康发展、规范成熟之路，市场价值发现功能将逐步加强。我们迎来了一个价值成长投资的新时代。

陈宏超先生是我的 EMBA 学生，在证券界工作十余年，既熟悉西方主流的投资理论，又对证券投资有着丰富的实践经验。《享受成长》一书是他多年潜心研究西方证券投资理论与实务运用的研究成果。本书详细介绍了西方的价值成长投资理论，分析了证券投资实践中的各种陷阱，并通过中外案例对价值成长型投资方法的运用进行了深入的分析。

我相信，本书的出版，对以价值为主体的投资理念和市场环境的健康发展，必将产生积极的影响。

清华大学经济管理学院副院长
金融学教授 博士生导师

廖理

2006 年 12 月 8 日

自序

让我们一起享受成长



从呱呱坠地到咿呀学语，从蹒跚跛行到健步如飞——如同人的一生是由诞生逐渐走向成熟一样，新中国证券市场也遵循着自然规律，在经历着由诞生走向成熟的过程。

新中国的证券市场，如果从1990年深沪证券交易所成立算起，至今已有17年的历史。在这17年中，又以2006年为界，分为前后两个时期：前16年，即1990~2005年，是“新兴加转轨”时期，或可称为“摸着石头过河”时期；2006年，股权分置改革取得基本成功，证券市场的重构取得决定性胜利，这标志着中国证券市场新纪元的开始。从此以后，证券市场将逐步走向健康发展、规范成熟。

回顾中国证券市场前16年的历史，一直浸润于斯、耕耘于斯的人们不禁感慨：16年，在历史长河中只是弹指一挥间，可对于在证券市场熬磨的我们来说，却是十分漫长的16年。

是的，16年既是短暂的，又是漫长的。

在这16年中，我们见证了中国证券市场是如何一步一步地从无到有，从小到大，从幼稚到成熟的艰难历程；在这16年中，我们看到了成绩，看到了光明，我们有过欣喜，有过憧憬。然而，留在我们记忆深处的也有一组组、一幕幕的灰色镜头。

无论是琼民源、银广夏、红光实业、蓝田股份、东方电子、新疆德隆、新疆担保圈等上市公司之祸；无论是万人疯抢认购证、

指数暴涨暴跌、国债期货事件、个股单日疯涨翻倍、庄家吕梁、巨资申购新股等市场之痒；无论是挪用客户保证金、理财巨亏、自营惨败、承销寻租、坐庄成风、遭遇清盘等券商之痛；无论是连发金牌打压股市、四大政策发力救市、管理规则多变、监管力不从心等管理层之难——所有这些，时常在我们的记忆中闪现，在这种市场环境下，中国证券市场很难健康发展，更不可能走向规范成熟。

于是，作为“经济晴雨表”的证券市场，在中国几乎全然失效。当中国经济以令人惊叹的速度蓬勃发展时，证券市场却迟滞不前，陷入经年累月的低迷之中，而现代市场固有的融资功能和资源配置功能也无从发挥。

中国经济在迅猛成长，中国国力日益强大，然而，我们的证券市场参与各方，包括广大投资者，却未分享到经济增长带来的成长——这是一个悖论，反差之鲜明，令海内外同行大惑不解。

(二)

正当我们困惑、迷茫之际，我们的政府及市场管理层，在经过十几年的摸索之后，终于找到了破解疑难的不二法门——股权分置改革。2005年5月开始，中国证券市场春风扑面，股权分置改革踏浪而来。至2006年10月，这场意义非凡的改革取得基本成功，滞碍中国证券市场健康发展的最大毒瘤得以摘除。

股权分置改革，不能理解为仅仅是在“股权分置”问题上的改革，其更大的意义在于：通过改革，给中国证券市场的主体——上市公司带来了方方面面的质变，直至整体重构。应该说，这场改革对中国上市公司甚至整个中国证券市场的影响都是深远的。没有人怀疑以股改带动并深入进行的一系列制度性建设，对发展了十多年、正面临瓶颈的资本市场所产生的巨大推动作用。随着“新老划断”和股票全流通的稳步推进，市场价值发现功能将逐步加强，优胜劣汰将使市场更加健康。中国经济的持续稳定增长将为市场贡献众多可持续发展的优秀企业，中国证券市场开始走上健康发展、规范成熟之路。

中国经济在稳定高速地增长，中国证券市场正走向成熟——我们大胆预言：我们已乘上长期牛市的列车，正面临着最大的投资机会！

然而，机会从不光顾那些毫无准备的人。

当机会来临之际，我们理所当然地要认真学习研究，总结经验教训，找到适合自己的投资理论和方法，以期在实践中百战不殆。

在以美国为主的西方发达证券市场，主流投资理论主要有技术投资理论、指数投资理论、组合投资理论、价值投资理论、成长投资理论等。

价值投资理论由素有“华尔街教父”之称的本杰明·格雷汉姆创立，而成长投资之鼻祖则是菲力普·费舍尔。站在前人的肩膀上看得更远，巴菲特运用两位前辈的理论并加以升华，在实战中屡战屡胜，成为令全球瞩目的“股神”。

价值投资理论强调公司内在价值与股票价格之间的匹配关系：当公司内在价值高于股票价格时，才可以购买股票；当公司内在价值等于或低于股票价格时，就要坚决拒绝购买。那么，公司内在价值比股票价格高多少才可以购买股票呢？格雷汉姆为此提出了著名的“安全边际”原则。对于不同行业的公司，其“安全边际”也不尽相同。价值投资理论强调对财务报表进行透彻的分析，由此评估公司的内在价值及“安全边际”数值。

与价值投资理论一样，成长投资理论同样强调公司内在价值与股票价格之间的匹配关系，同样强调认真分析公司的财务状况，评估公司的内在价值。与价值投资理论不同的是，成长投资理论特别强调对公司未来内在价值的评估。为了评估公司的未来成长情况，成长投资理论非常注重对公司的定性分析，对公司进行细致调研。一个着眼于现实，一个着眼于未来，这正是导致两种理论分立的原因。

(三)

我从1993年开始涉足证券市场，十几年来一直在证券市场的多个领域工作，职责从研究分析到实践投资，岗位从上市公司高管到基金经理，经历比较丰富。在早期的实践中，我也崇尚过五花八门的投资理论，并在实践中加以运用，虽然时有斩获，但总的来说不尽如人意。

近些年来，我在潜心研究西方价值投资理论与成长投资理论，并在实战运用过程中，逐渐总结出一套适合中国投资者和中国市场环境的投资方法，愿意在此与广大投资者分享，这就是——价值成长投资。

“价值成长”是个偏正词组，“价值”界定“成长”，而主体是“成长”。所谓“价值成长投资”，意即投资那些公司内在价值在不断成长之中的股票。我们在考察公司当前内在价值的同时，更注重分析公司未来的成长能力。只有这种在未来能获得高速成长的公司，才是我们考虑的投资对象。

在过去的16年中，尽管制度环境和市场环境不尽如人意，但是，市场上仍涌现出一批持续高成长的优秀公司，如深万科、贵州茅台、烟台万华、盐湖钾肥、海油工程、张裕，等等。投资者如果长期投资这些股票，将获得令人惊美的回报。

随着中国经济持续迅猛的发展，随着股权分置改革的圆满成功，随着市场环境的日益净化，中国证券市场将涌现出越来越多高速成长的优秀公司。只要我们有准备，有恒心，坚持用价值成长投资理论武装自己，坚持长期稳定的投资策略，我们的投资一定能够获得理想的回报。

成长，是事物增长、裂变、扩张的过程。在物质的层面，成长是资产、货币由少到多、稳定积累的过程；在人生的层面，成长是观念、境界由量变到质变的升华过程。

我们应该感到无比庆幸：生活在中国经济高速成长的“超白金时代”，成长于中国股市长期走牛的时代。令全球基金经理们望眼欲穿的最大投资机会正摆在我们眼前，让我们抓住这个伟大时代造就的机遇，享受由此带来的资产增值吧！在享受资产增值的同时，我们享受人生志趣——投资是财富之源，但投资更是人生志趣之源；不为投资而投资，乃为人生志趣而投资！

我们迎来了一个价值成长投资的新时代，未来15年是最好的投资机会。策略已确定，机会已来临，让我们一起享受成长吧！

陈宏超

2006年11月18日

目 录

Contents

序 / 1

自序 让我们一起享受成长 / 1

理论篇

理论源于实践，同时又指导实践

第1章

茫茫九派流中国 / 3

——西方价值成长投资理论简介

在西方发达国家证券市场，价值成长投资理论因其稳定、优异的投资回报被市场广泛运用

第1节 世界通行的投资理论 / 4

不同的投资理论，有不同的追随者，也各自获得了不同程度的成功

第2节 价值成长投资的主流学派 / 10

从格雷汉姆到费舍尔，再到威廉姆斯，价值成长投资理论在不断丰富、发展和完善之中，而价值成长投资的集大成者是“股神”沃伦·巴菲特

第2章

第3节 股票投资：最理想的金融投资方式 / 22

从短期来看，股票风险巨大，亏损随时发生，但从长期来看，股票将随着时间的推移而不断滚动增值

第4节 复利：价值成长投资的神奇效应 / 28

爱因斯坦说：复利是世界第八大奇迹，其威力比原子弹更大

问渠哪得清如许 / 31

——巴菲特价值成长投资案例分析

巴菲特逛书店时，从地板上捡起一枚硬币，说：“这是下一个10亿美元的开始！”从100美元到近500亿美元的致富历程，正是这一经典名言的最好诠释

第1节 伯克希尔公司 / 32

一位巴菲特的追随者向世人提出两条原则：第一条，千万不要抛售你的伯克希尔股票；第二条，千万不要忘记第一条

第2节 可口可乐公司 / 39

巴菲特告诉《华尔街日报》：“可口可乐公司正是我喜欢的那种公司。我喜欢我能理解的产品，比如说，我就不知道什么是晶体管。”

第3节 吉列公司 / 43

巴菲特说：“每当我晚上入睡之前，想到明天早晨会有25亿男人不得不剃须，我的心头会涌起一丝喜悦。”

第4节 华盛顿邮报公司 / 47

巴菲特说：“投资成功的关键是：当一家典型公司的市场价格相对于其内在商业价值大打折扣之时，买入其股票。”

第 5 节 美国运通公司 / 52

巴菲特说：“当一家有实力的大公司遇到一次巨大但可以化解的危机时，一个绝妙的投资机会就悄然来临！”

第 6 节 政府雇员保险公司 / 57

巴菲特说：“绝对不能出售一家显而易见的卓越公司的股票！”

第 7 节 中国石油天然气股份有限公司 / 61

巴菲特说：“我不了解中国，所以不会对中国做出什么判断，但是我明白石油行业在中国的前景会好。”

实践篇

“尽信书不如无书”，只研究理论，而不予以运用，理论就成了废纸一堆

第 3 章

绝知此事要躬行 / 71

——如何做好价值成长投资

在投资过程中遵循价值成长投资不仅可以有效抵御市场的系统性风险，而且可以获得长期、稳定、高额的投资回报；反之，违背价值成长投资则会遭受惨重的损失

第 1 节 价值成长投资遵循的原则 / 72

要想成为一位成功的投资者，就必须克服投资随意性的弊端，严格遵循科学、合理并行之有效的投资原则。惟此，才能立于不败之地

第 2 节 遵守严格的投资流程 / 78

投资者必须执行严格的投资流程，一步一步地分析、筛选，才能在纷繁复杂的市场中挑选出具有长期投资价值的股票

第3节 如何选择价值成长型股票 / 84

作为价值成长投资者，最重要的就是进行行业分析，并区分行业发展的不同阶段，从优势行业中发掘出龙头品种并进行投资

第4节 投资时机选择 / 98

对于价值成长投资来说，时机选择主要是把握好行业和公司价值成长期的拐点，并据此做出进入和退出的时机选择

第5节 价值成长股票的价值评估 / 106

要根据价值规律，利用股市中价格与价值的背离现象，以低于股票内在价值相当大的折扣价格（安全边际）买入股票

第4章

小心驶得万年船 / 114

——价值成长投资中的陷阱及对策

世界上不存在放之四海而皆准的真理。即使是理想的投资方法，往往也会受到人们心理和行为的影响，面临众多投资陷阱

第1节 过度交易的流动性陷阱 / 114

股票交易与其他生意不同，其他生意交易越多，收入越高；股票不是这样，绝大多数情况下恰恰相反

第2节 贪婪与恐惧的心理及行为陷阱 / 116

牛顿在投资失败后说：“我可以计算天体运行的轨道，却无法计算人性的疯狂”

第3节 从众倾向的极端性陷阱 / 119

社会心理学家的研究表明，影响从众

心理的最重要因素是持某种意见的人
数之多寡，而不是意见本身之正确
与否

第 4 节 价值核算和损失厌恶陷阱 / 121

损失一定数量的钱给个人带来的不安
要远远大于赚取同样数量的钱带来的
喜悦，这种现象称之为“损失厌恶”

第 5 节 股价短期大幅波动形成的价值投资失效陷阱 / 124

价值成长投资强调投资的长期性，但
并不能排除短期出现的风险

回顾篇

“天若有情天亦老，人间正道是沧桑”。
人生如此，中国证券市场亦复如此

第 5 章

人间正道是沧桑 / 129

——中国股票市场的简要回顾

当中国经济以举世瞩目的速度蓬勃发展之时，股票市场
却迟滞不前，陷入经年累月的低迷之中，现代市场固有的
融资功能与资源配置功能无法正常发挥

第 1 节 中国股票市场发展的三个阶段 / 130

在过去 16 年中，中国的特殊历史条件
和制度环境使得中国股票市场处在
“摸着石头过河”的时期

第 2 节 中国股票市场的规模 / 133

任何事物都要经历一个从无到有，从
小到大的发展过程。从 1990 年创立至
今，中国股票市场规模处在不断扩大
之中

第 3 节 中国股票市场的积极作用 / 146

在 16 年的坎坷历程中，中国股票市场

第 6 章

虽然存在这样或那样的缺憾，但其积极作用也是显而易见的

第 4 节 中国股票市场的缺憾 / 148

中国股票市场先天不足，后天失调，存在着许多与生俱来的毛病，甚至是疑难杂症

吹尽黄沙始到金 / 161

——国内价值成长投资案例

即使在不尽如人意的市场环境之下，中国证券市场依然涌现出一批质地优良、成长性良好的股票。它们耀眼的杰出表现，彰显了价值成长投资的强大生命力

第 1 节 万科 A (000002) / 162

万科是中国地产界的一面旗帜，无论其品牌效应，还是开发实力，抑或在股票二级市场的强势表现，均居于当然的领袖地位

第 2 节 国电电力 (600795) / 167

作为国内电力行业龙头企业之一，国电电力在电力类上市公司中的规模和权重仅次于长江电力，行业竞争优势突出

第 3 节 盐田港 (000088) / 172

2005 年盐田港集装箱吞吐量达到 766 万标准箱，单港集装箱吞吐量居全国首位，但近两年来公司发展处于调整期

第 4 节 深赤湾 A (000022) / 176

1995 ~ 2005 年，公司盈利能力持续增强，二级市场表现可圈可点，此后进入暂时的调整期