

价值投机5 风险控制

王之杰 等著

新华出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

价值投机与风险控制 / 王之杰等著. —北京: 新华出版社, 2006. 9

ISBN 7-5011-7665-5

I. 价… II. 王… III. 证券投资—投资风险—风险管理 IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第116228号

价值投机与风险控制

执行主编: 陈岗

责任编辑: 庆春雁 张黎红

装帧设计: 葛祖策

出版发行: 新华出版社

地 址: 北京石景山区京原路8号

网 址: [Http://www.xinhupub.com](http://www.xinhupub.com)

邮 编: 100043

经 销: 新华书店

印 刷: 廊坊市恒泰印务有限公司

开 本: 787 × 1092mm 1/32

印 张: 7 印张

字 数: 100 千字

版 次: 2006 年 10 月第一版

印 次: 2006 年 10 月第一次印刷

书 号: ISBN 7-5011-7665-5

定 价: 24.00 元

图书如有印装问题, 请与印刷厂联系调换 电话: (0316) 2145522

● 《价值投机与风险控制》简介

《价值投机与风险控制》是一本面向中国股市，面对国内广大的中小投资者的证券投资理论教学专著。本书由指南针首席证券研究分析师王之杰先生亲自主持编纂，并力邀多位拥有丰富实战经验的高级投资分析师共同编写完成。

本书分为两篇：第一篇《价值投机》是本书的核心理论基础，即指南针最新理论研究成果——“价值投机”理论。本篇从研究证券投资市场和投资行为的内在本质入手，深刻揭示了证券投资的实质以及投资市场运行的本质规律，并详细阐述了不同的投资理念与投资行为对投资人，尤其是中小投资者产生的决定性影响。在此基础上，本篇通过进一步论证未来证券市场机构投资模式，提出了具有指导性意义的价值投机理论。

第二篇《风险控制》目的是为了解决证券投资中一个极为重要同时也极易为一般投资者所忽视的问题——风险控制问题。本篇依然从理论着手，首先提出风险控制的概念和意义，同时，从市场、管理、经营等各个角度详细分析了投资过程中的风险来源及相应的应对方法，从而帮助投资者了解风险产生的原因并有效地实现规避。

策 划：北京指南针证券分析软件有限公司
执行主编：陈 岗
责任编辑：庆春雁 张黎红
装帧设计：葛祖策

序

股市运行新格局下的投资新理念

如何认识股票市场的运行？投资者应该持有什么样的投资理念？这在发达国家里一直有着各种不同的见解与争论，通过争论使理论和理念不断发展。但是，这些理论与理念不论是由巴菲特提出的，还是由索罗斯提出或罗杰斯这些理财大师提出的，都不适用于过去的中国。因为中国在相当长的时期里所面对的是一个运行扭曲与机制错乱的股票市场。

21年前，即1985年，中国社会科学院和国家体制改革委员会在重庆驶向武汉的“巴山轮”上，举办了“宏观经济国际研讨会”。会上中外学者分析对比了正在试验中的所有制改革的几种模式，认为发展股份制经济是推动国有企业机制转换的较好形式。这一共识向上报告后得到了当时国家领导人的肯定，股份制经济从局部试验转向了雨后春笋般的快速成长。

随着股份制经济的兴起，1985年中国人民银行上海分行在上海南京西路上开设了一家仅有两间开门面的从事股票柜台交易的营

业部,开设的初衷是满足少数股票持有者急需用钱时出售股票变现的要求,由此却开启了中国股票二级市场的大门。美国纽约证券交易所总裁来华访问会见国家领导人时,邓小平送给他一张延中实业的股票,他还为此专程飞到上海,到那间小小的股票营业部去办理股票登记过户手续。我曾经多次到那里进行调查访问,了解到当时对股票交易并没有流通股和非流通股的区分限制,也就是说当时的股票柜台交易是全流通的。但全流通并没有引发股票交易中的投机炒作,人们买进股票是为了获得高于储蓄存款利息率的股票分红派息,而不是为了获取股票价格上涨下跌的差价收益。我重提这段往事是为了说明中国股票市场发展过程中曾经有过一段把股市看作是投资的场所并且持有价值投资理念的时期。

1990年成立了上海证券交易所,由原来柜台交易转到交易所的老八股都是全流通的。但是当拟订发行新股的规划时,卫道者出来干扰了,他们反对成立证券交易所,认为那是资本主义的异物,如果要办证券交易所,需要防止投资者通过购买股票控股国有企业,使国有企业变色。在强大的干扰压力下,执政者不得不做出妥协,一方面说办证券市场是经济改革中的一项试验,试验不成功可以停办;另一方面则构筑了防止国有控股权流失的防火墙,作为上市公司发起人的国有股和法人股不能流通,只有发起人股中的内部职工股和新募集的社会公众股才能在证券交易所中交易流通。这样,新兴起的中国股市改变了世界股票市场的股票全流通的通行做法,实行了区分为非流通股和流通股的股权分置格局。

当年对股权分置的规则设计有着不得已的苦衷,但是却违反

了经济规律，造成了长达 16 年的股市运行扭曲。大股东持有的股票不能流通，公司股票价格的上涨不会使大股东获益，股价下跌也不会使大股东受损。然而大股东却掌握着公司经营管理的大权，他们关心的是发售股票圈钱，舍不得把公司的利润分配给流通股股东，不少上市公司（包括盈利丰厚的茅台酒厂），连续多年不给流通股股东分配股息红利，流通股持有者只能从股票买进卖出的差价中获取收益。这就人为地使股票市场从投资转变为投机。再要指出的是股票市场和商品市场一样，价格变动都以它的内在价值为基础，并且随着供给和需求的变化使价格围绕着价值而上下波动。在股权分置状况下，上市公司股票的内在价值仍旧是以上市公司作为整体的价值，然而进入二级市场买卖的仅仅是占上市公司 1/3 的流通股。这样，因股票供给需求变动而引起的股票价格变动，便被人为地把价格上升或价格下跌的幅度放大了好几倍。

我国经济理论界对于股市历来有着投资与投机的争论。但其实，投资与投机都是金融理财手段，所以巴菲特和索罗斯都是理财大师。两年前瑞银华宝获得 QFII 额度后，买进了宝钢等四只股票，大肆宣传他们的价值投资理念，但同时也说了：“如果购进的股票价格上涨后高于预期，自然是要抛售的。”可见投资与投机是可以转换的，两者之间并没有明确的界限，也没有不可逾越的鸿沟。世界各国股市都既是投资的场所也是投机的场所。中国股市中存在的问题是投机因素更加猖獗，并且在一段时间里形成了一个“庄股”时代。

做庄操纵股价、操纵市场，在任何一个国家的股票市场都会出现，都有不同程度的存在。然而现代规范的资本证券市场中有

众多的参与者和充分信息、近乎无成本的交易，使参与者不可能成为价格操纵者而只是价格的接受者，证券价格只由市场的供求力量来决定。世界各国形成和制定的各种交易制度的宗旨，无一例外的都在于维护市场的充分竞争和灵活的流通性。至于庄家的活动余地则很小，并且有着各种规章来界定做庄的违法性。而中国股市中“庄股”之所以猖獗，正在于股权分置所造成的股市运行扭曲，再加上信息资源严重不对称、市场模式严重不成熟、上市公司诚信机制严重不完善，市场上充斥着所谓的“黑庄”、“恶庄”。对于他们来说，只要拥有一定的资金和某些渠道，就可以通过控制股价的涨跌暗箱操控谋取暴利。因此，上市公司的投资价值反而是可以被忽略的东西，甚至于出现上市公司业绩愈差愈容易受到庄家青睐和关照之怪状，这些，正是过去市场体制不健全的标志，对我们的证券投资市场的良性发展是有百害而无一利的。

经过多年的讨论争辩之后，终于认清了股权分置的弊端。从2005年夏季开始的股权分置改革已经取得了可嘉的进展。管理层预计到2006年底可望基本完成，再经过一段非流通股进入流通的锁定期，中国股票市场将进入全流通的新格局。过去存在的股市运行扭曲将得到矫正，从而将出现股市运行的新格局，股市估值体系将发生质的变化，迎来的将是一个回归于正常理性思路的、以投资价值为主导的、健康良性有序的证券投资市场，而这也是历史发展潮流的必然选择。

未来的证券投资模式将会发生重要的变化，然而这种变化仍将是渐进的、循序的。对于中小投资者来说，仍然需要一个积极的、有效的市场投资理论的指导和牵引。价值投机理论，正是新一代

证券投资理论家们结合国内证券市场现阶段市场模式和未来发展方向所提出的对一般中小投资者具有正确投资指导意义的重要革新理论，在这一点上，指南针的证券分析师们又一次走在了时代的前面。这也是我所欣慰的。

指南针的证券分析技术理论研究体系在国内一直是具有领先水平的，从早期的成本分析理论到之后的股市博弈理论、季风理论，再到现在推出的价值投机理论，这些理论有一个共同的特点，就是既在继承前人成果的同时勇于突破与创新，同时又具有实战指导价值。理论是指引的作用，而检验理论的真伪和价值，则必须由市场来证明。多年来，王之杰先生一直在倡导价值发现、倡导创新研究，并身体力行，价值投机理论的推出，也许正是最好的回报之一。

另一个我所希望和乐于见到的是对风险控制理论的研究和分析。我们一直在强调“股市有风险，投资需谨慎”，然而风险在哪里？风险是怎样产生的？风险作用机制是什么？如何有效地规避风险？这些问题往往被分析家们有意无意地忽略了。风险控制理论多年来成了形而上的学术经济，广大的中小投资者接触到的是充斥市场的机会股评。风险控制理论需要走出经济学的象牙塔，成为成熟的投资者必修的基本功课，而本书的下篇，也许能成为一个具有实战意义的向导和先驱。

尊重规律、发现规律、倡导价值、规避风险，正是本书的主导思想。而结合理论，提出具有实际操作意义的投资思路，是此书的价值所在。我衷心地希望此书能成为武装股民的武器，我也相信随着中小投资者的成熟与成长，我们的证券投资市场能够欣欣向荣、健康发展。

值此书付梓之际，略抒对中国股市发展走过的一段弯路的感想，阐明股改意义之重大和由此将形成的中国股市运行新格局以及需要具有的投资新理念，作为序言，并就正于方家。

戴国晨

丙戌年初秋于北京拾弥斋

目 录

上篇 价值投机	1
前 言	1
第一章 投资与价值导论	3
第一节 股票的本质与定价规律	3
第二节 投资的目的与价值投机	6
第二章 价值投机原理	12
第一节 什么是价值投	12
第二节 价值投机与价值投资	13
第三节 价值投机时代	17
第三章 投资价值分析	25
第一节 影响企业投资价值的基本因素	25
第二节 行业对企业投资价值的影响	30
第三节 投资价值的间接分析方法	33
第四节 投资价值的空间分析方法	35
第四章 价值投机应用实务	37
第一节 投资策略思维模式	37
第二节 价值投机思维选择股票的基本要点	40
第三节 价值投机在新股次新股中的应用	42

下篇 风险控制	48
前 言	48
第五章 风险控制与概率风险	49
第一节 规律与概率	50
第二节 股市的本质规律	54
第三节 股票定价方法	57
第六章 市场风险控制	67
第一节 国际政局对股市的影响	69
第二节 国外资本市场对股市的影响	74
第三节 经济周期对股市的影响	80
第四节 国家政策对股市的影响	84
第七章 经营风险控制	100
第一节 风险控制与投资组合	101
第二节 风险控制与行业状况	108
第八章 投机风险控制	119
第一节 股票投资价值原理再分析	124
第二节 个股财务分析解析	135
第三节 投机策略的多维度分析	145
第四节 投机风险防范——有关哲学的思考	158
第九章 行为风险控制	171
第一节 树立必胜的信念，做好赢的准备	172
第二节 评估自己的时间和性格，选择合适的 交易方式和交易策略	175
第三节 建立一套有效而坚信不疑的操作策略	177

第 四 节	要么远离市场，要么始终留有余地·····	180
第 五 节	标准只有一个：不要使用耳朵，而 是眼睛和头脑·····	183
第 六 节	应该避免的自杀行为·····	184
第 七 节	学会识别股市中的骗局和陷阱·····	187
第 八 节	战胜庄家不过是美丽的谎言·····	190
第 九 节	战胜恐惧，战胜自我·····	191
第 十 节	认清自己的实力，明确能接受的最 大风险，设定止损·····	192
第十一节	认识股票的流通性，降低对市场干 扰·····	193
第十二节	买入卖出的充分条件·····	195
第十三节	锁定利润跟踪止赢，不要期望利润 无限放大·····	197
第十四节	设定计划变更理由与条件作为临时 止损或止赢的决策依据·····	199
第十五节	一定要给出买入和卖出的理由·····	200
第十六节	乌龟永远比兔子跑得远·····	201
第十七节	种树还是种草·····	202
第十八节	把风险控制是可以承受的心理范围 内·····	204
第十九节	99:1·····	206
第二十节	踏空比被套难受的原因·····	208
结束语	·····	209
作者简介	·····	211

上篇 价值投机

前言

很多初期的投资者完全不懂或完全不相信各种投资理论，仅凭直觉选择所要购买的股票；有的投资者相信市场是有效的，市场价格就是股票的内在价值，正所谓价格反映一切，所以购买也是完全随机的；有的投资者会依靠一些简单的方法对股票进行筛选，如 P/B ， P/E ，或者过去的股价变动形态规律，或者无条件地押注于“增长股”。以上这些投资者注定都是失败者，因为他们放弃了大量可利用信息的优势和探求股票价值的本质。

于是，在没有了解事物的本质的基础上的决策，就变成了猜测和赌博。这样的投资决策必然导致当市场与自己的预测相反的时候的心态变化，出现患得患失和不知所措的情况。市场的盈亏实际都是暂时的，它在没有故意做出高买低卖的错误操作前都是暂时的。短期的盈亏无非是赚取恐慌人的钱和短期急需资金的人的钱，否则谁会故意反向操作自己的资金呢？市场中最大的错误逻辑就是无理由的止损和“好股票任何时候买都是对的”的建议。一个是

价值投机与风险控制

让你不管股票的高低买在高点，一个让你加重恐慌。所以，要想取得股市投资的成功必须先要理清市场的本质规律。

第一章 投资与价值导论

第一节 股票的本质与定价规律

股票的本质就是公司股权的凭证。所以，投资股票就是投资公司股权。而投资公司股权就是投资公司，投资公司就是投资公司的产品和产品的预期收益。股票的定价是一个复杂的成因过程，绝对不是一两项指标能够涵盖的。但是，起决定因素的却是企业的盈利能力和分红能力。这才是投资公司和公司股权的本质。所以，企业的定价规律是企业的预期收益。但是，两个公司之间不考虑股票价格的预期收益是不可比的。因此，股票的同比指标为股票的每股价格和股票的每股收益的对比，就是市盈率。所以，我们认为企业上市的一个重要参考指标应该是市盈率。

一、投资与赌博性投机

从法律角度上进行理解和分析，投资股票的实质就是投资公司股权。而投资公司股权从时间上分类无非是能获取二种收益：一种是对企业过去生产经营活动结果的占有，一种是对企业未来生产经营活动趋势的占有。

对结果的占有通常认为是对企业资产净值的占有，而更准确

价值投机与风险控制

地说应该是对清算净值的占有，也就是说按股份多少对企业的所有资产及债权的占有，如：净资产，公积金，未分配利润等等。在对资产和债权的占有的同时也必须按股份多少承担企业的所有债务。因此，即使简单地从结果的占有上进行分析，绩优公司不仅是指每股收益的大小，它还应包括净资产、公积金、未分配利润以及企业的所有债务等等。只有这些指标都好，才可称之为绩优公司。从这种意义上推理，对绩优公司投资是以获取优良资产和回报为双重目的的投资行为。

反之，对绩差甚至严重亏损公司进行购买的行为，你首先应考虑的和面临的的就是企业的债务，尤其是一些资不抵债的企业，你对它的投资无论是大资金进行资本运作还是小资金的跟风，严格地说，这种行为都不能称其为投资，都是一种刀口舔血的赌博性投机。

通过以上的判断，我们只能对一个企业有了初步的判断，在此，有一点尤其需要特别指出，净值的前提假使是企业清算，这是一种企业破产情况下的行为，并不能从根本上反映企业收益的未来增长预期。

二、企业的投资价值分析核心是价值趋势分析

严格地说对结果的购买才是投资，如：用3000元买1吨钢材去盖房屋，3000元买钢材的购买行为才是投资。

股票投资是对企业未来生产经营活动趋势的占有，或者说投资者所能达到的实质占有是企业未来生产经营活动的结果。静止是相对的，运动是绝对的，企业的经营活动天天在改变，即使

你拿到了企业的所有报表，在进行分析的同时，这些数据在本质上都已经是过去式。因此，投资者拥有的是企业的未来而不是过去。由此，证券投资分析的一个重要任务是对各种影响企业未来价值因素的趋势预测，因为投资者实际上只能对企业的未来生产经营活动进行占有。所以，投资者在进行投资前，既要对企业过去的结果进行分析，更重要的是应对净资产增减趋势，每股收益的增减趋势，公积金、未分配利润的增减趋势等等影响企业未来价值的因素进行预测。也就是说企业的投资价值分析重心和实质是价值趋势分析。