



新动力工作室

新动力系列丛书

之三

解读上市公司

(第三辑)

Penetrate into the Truth of China's Listed Companies—III

潘福祥 主编

 经济科学出版社

 新动力系列丛书 之 三

总顾问：赵纯均 丛书顾问：王焰 张杰 傅亦轩

解读上市公司 (第三辑)

Penetrate into the Truth of China's Listed Companies — III

潘福祥 主编

刘保平 左如旗

杨之曙 顾晓东 赵嘉岭

副主编

智慧支持：清华兴业投资管理有限公司

媒体后援：中央电视台《证券之夜》

中央人民广播电台《证券广播网》

证券日报社



经济科学出版社

责任编辑:高绂增

责任校对:孙 昉

版式设计:周国强

技术编辑:邱 天

图书在版编目(CIP)数据

解读上市公司.第3辑/潘福祥主编.一北京:经济科学出版社,2001.12

(新动力系列丛书)

ISBN 7-5058-2809-6

I.解… II.潘… III.①上市公司—经济评价—中国②资本市场—分析—中国 IV.①F279.246②F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 096114 号

解读上市公司(第三辑)

潘福祥 主编

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

电子邮件:esp@esp.com.cn

天宇星印刷厂印刷

德利装订厂装订

850×1168 32 开 7 印张 150000 字

2001 年 12 月第一版 2001 年 12 月第一次印刷

印数:0001—3000 册

ISBN 7-5058-2809-6/F·2186 定价:12.80 元

(图书出现印装问题,本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 顾 问 赵纯均

丛书顾问 王 焰 张 杰 傅亦轩

编委会成员 潘福祥 刘保平 左如旗 杨之曙
顾晓东 赵嘉岭 蔡 峻 黄燕宁
祝懿东 李胜军 赵 宁 刘宝恒
刘芝兰

撰稿人 祝懿东 李胜军 袁世伟 陈国光
赵 锋 肖 楠 单 敏 封岸巍
邵奎龙 唐伟宏 巩怀志 刘海滨
刘 炜 连松泳 林 兵 赵剑海
黄河清 唐曾磊 朱浪强 陈德义
尹军平 马文东 李艳松 甘世阳
庄 殊 王 东 张 磊 孙 涛
高 军 张 琳 于 勤

统 筹 谭 倩 冯 奕

新动力工作室网址: [http:// www.etsinghua.com](http://www.etsinghua.com)

新动力系列丛书总序

赵纯均

由清华兴业投资管理有限公司的研究人员撰写的上市公司研究报告系列丛书《解读上市公司》和广大读者见面了，这是一件值得庆贺的好事，也是新动力工作室推出的又一“衍生”产品。新动力工作室虽然创建不久，但由于合作各方——中央电视台《证券之夜》、中央人民广播电台证券广播网、证券日报和清华兴业投资管理有限公司优势资源的合理配置和通力合作，取得了一定的社会影响，令人欣慰。在过去的半年中，我们首先看到的是一档具有崭新创意、鲜明风格和一定质量的由电视、广播和报纸滚动推出、全媒体互动的证券节目《新动力观察》，而现在，我们又看到这样一本编纂得当、丰富翔实的《解读上市公司》丛书——以后每季度都还会接续出版——这在一般的媒体运作中是不多见的，当然这和新动力工作室的主要策划者潘福祥身上的媒体情结和学者烙印分不开。因此，他找到我作序，我没有推脱，爽快地应允下来。

《新动力观察》自节目播出以来，在社会上反响不错，有不少投资者打来热情洋溢的鼓励电话，一些投资机构与证券公司也希望购买报告作为进行内部培训的资料，还有一些高校的老师也希望能够在《投资学》、《金融市场》的课堂上给学生放映节目中的片段，作为很好的教学案例。这次，在经济科学出版社的大力

协助下，新动力工作室的研究报告能够编纂成书，对于很多观众和很多没有看到节目的朋友来说，当然是一件很好的事情。

这个节目之所以受到这样热烈的欢迎，重要的原因之一是它顺应了中国证券市场正发生着一场轰轰烈烈的变革——尽管从表面上看去，一切仍然平静，股市依旧冷清。这场悄然的变革究竟在何处，又要走向何方呢？

如果给这场变革起个名字，我看可以把它叫做一场世纪之交的中国股市科学化潮流，其深层次的背景，就是一场科学投资的理财启蒙，一次关于科学投资的“新文化”运动。证监会周小川主席等若干证券监管部门的领导同志，都纷纷强调中国股市要从一个投机的市场向一个投资的市场转变。而这正是《新动力观察》这个栏目创作的一个初衷，也想尽绵薄之力，充当面向普通大众的证券投资“白话文”。

从栏目推出的那个时刻起，《新动力观察》就保持着它的独家特色——

“新”鲜思路：从项目分析、公司的价值分析层面入手，而不采用繁复的各种技术分析（K线、指标、波浪）来“困惑”观众；

“动”态分析：用全面完整的信息和硬邦邦的数据说话，不说教，不灌输，不摆出专家面孔教导人；

“力”量聚合：集众多受过规范训练的分析人员的智慧，汇广播、报纸与电视媒体同道，不偏听偏信，保持客观公正立场，决不作“庄家喇叭”和“散户杀手”。

这个节目之所以能成功，根本在于它的立足点——以诚信为本分，以独立为本色，以科学为本事，冷眼旁“观”，明“察”秋毫，所以深得普通投资者的青睐，为证券研究和市场评论带进了一股清新的空气。

从某种意义上也可以说，《新动力观察》是一档财经管理类节目，而不是证券股评类节目；是一档教人投资的节目，而不是

一档叫人投机的节目。这样的定位，从立意上就摆脱了股市短期的涨涨跌跌，自然就成为了普通投资者理性投资与科学理财的好顾问。

当然，我热情鼓励新动力工作室在证券市场公司研究方面所做的积极探索，并不是说他们已经做得完美无缺了，应当说还有不少缺点和需要改进的地方，比如不少研究报告的分析明显不够深入，一些技术和产业的研究缺乏更宽广的视角，一部分报告因缺少点睛之笔而流于平庸，另外报告读多了以后，还会发现有些结构和模式的雷同——有形成新的八股文的危险。尽管我充分理解以每星期一篇研究报告的频率推出《新动力观察》节目，强度和压力很大，而且由于上市公司涉及各行各业，各种技术和产品，对研究者的素质要求也很苛刻，所以存在这样和那样的问题和不足在所难免，但是这不能够成为我们孤芳自赏和止步不前的借口与托辞。

可能也会有读者或者观众朋友问，这样的节目对于中国证券市场的发展能够起到什么样的作用？或者说，媒体究竟对中国经济、社会的发展扮演什么样的角色？有一段话，我一直非常喜欢，觉得对于这个问题也是个很好的回答：“我们都是石头，在市场的改革过程中，要么是铺路石，要么是里程碑”。我希望新动力工作室抱着一颗做中国改革开放的铺路石的心做事情，希望能够共同来筑就中华民族中兴的里程碑。

最后，我预祝《新动力观察》在不断积累经验的基础上越办越好，祝愿潘福祥和他的新动力工作室的同志们有勇气开创中国证券市场理性投资风气之先。

(作者系清华大学经济管理学院院长)

前 言

价值投资时代证券研究的使命

潘福祥

我国新生的证券市场已经开始步入价值投资时代，这是新世纪伊始摆在广大投资者面前的一个全新命题。证监会主席周小川先生在出席清华大学“新世纪企业高峰会”演讲时指出，中国股市要由大多数依据技术面或股价趋势投资，转变到根据基本分析投资。证券市场成熟的一个重要标志就是引导投资者从预测短期价格趋势转向研究企业内在价值。在大多数投资者似乎尚未从这种命题转换中捕捉到清晰的政策导向信息时，行情的演变却率先提供了重要的佐证。从年初中科创业、亿安科技股票操纵始乱终弃，到下半年的银广夏瞒天过海，以及一大批高科技明星股跳下神坛惨遭腰斩等无情的走势，无不以令人触目惊心的方式提醒投资者，面对急剧变动的市场外部环境，投资理念的变革已经成为迫在眉睫的当务之急。

(一)

证券分析应当以什么作为依据？技术分析和基本分析作为证券投资学的两大理论流派长期以来难分伯仲，在投资界分别拥有大量的拥戴者和实践者，两大阵营也各自涌现出了不少成功的世界级大师，索罗斯和巴菲特堪称翘楚。其实，无论是技术分析还

是基本分析，都是依据不同的理论基础，从不同的角度出发，所做出的试图刻画证券市场基本运行规律的尝试，各有所长，互为补充，因而投资学领域才有“依据基本分析选股，依据技术分析选时”的说法。于是技术分析和基本分析就成为了分析市场趋势和股票价值的基本手段与方法。

然而，由于技术分析注重对短期股价趋势的判断，往往能够立竿见影地体现出适时买进卖出带来的收益，对于注重短线的投资者有很大的诱惑力，所以在我国证券市场中受到普遍的重视。每天大量的分析人士运用各种技术分析的指标数据指导投资者追涨杀跌，乐此不疲。以技术分析原理为基础撰写的大量股评文章，占据了各种证券传媒的绝大部分空间，拥有大量的受众。

但是，由于技术分析信奉左右市场价格波动的本质力量，是供给和需求的矛盾运动及其由此形成的此消彼长，认为价格变化已经可以说明一切，所以一般无视隐藏在价格运动背后的价值判断，拒绝对任何具体的投资品种进行个性化的评估，往往知市场“其然”而不知或不屑于知其“所以然”，因而经常会出现因迷信技术测市而被市场吞噬的案例。1999年香港政府和国际对冲基金炒家的“世纪对垒”中索罗斯凭借匹夫之勇损兵折将，从此一蹶不振的前车之鉴发人深思。

更为值得重视的是，由于技术分析可以使股票脱离其所代表的企业具体的生产经营而独立运行，容易产生股票价格与上市公司基本面没有任何关系的剧烈波动，扭曲了市场的投资价值观，使股票的价格与价值背离，不利于证券市场资源优化配置和价格发现功能的发挥，并诱发过度投机和市场操纵。而大量没有业绩支撑的股票在技术分析的推动下连续走高，更会形成泡沫，诱发整体经济的失衡。我国证券市场上无论是中科创业之类的市场操纵还是ST股票的非理性上涨都已经明确地昭示出无视企业内在价值分析，单纯按照价格趋势进行投资的市场系统风险在急剧增大。

(二)

相对于技术分析而言，基本分析是一种价值分析法，它通常采用一定的数据学方法对股票的内在投资价值进行估值。虽然股票价值分析大致始于 20 世纪初，但是由于当时证券监管和信息披露的法规还没有出台或还很不完备，公众可以得到的信息很少，相应的运用这些信息进行投资分析的余地自然相当有限。真正使价值分析大行其道的是 1929 年起世界范围内的经济危机。股市的崩溃告诉人们：再美丽的肥皂泡都是会破灭的，应当根据投资品的价值来决定是否投资。于是人们有了利用公司各种信息进行价值分析的需求，几部经典的著作也应运而生，从理论和实践上推动了股票价值分析的发展，其中首推本杰明·格雷厄姆和戴维·多德在 1934 年出版的《证券分析》一书。该书中，作者提出了证券分析的三个功能——描述功能、选择功能和批评功能；总结了一战前和一战到 1929 年经济大危机两个时期股票价值分析在理论和实践中存在的问题；论述了根据损益表和资产负债表进行股票价值分析的理论和方法；在根据损益表进行分析时作者采用按过去若干年的每股平均利润乘以适当的市盈率（比如 10 倍，最高不超过 16 倍）计算出股票的内在价值。在以资产负债表进行价值分析时，应注意分析公司的有形资产价值、流动资产价值和现金资产价值；作者还总结了判断股票是否具有投资价值的三个要点——合适且确定的股利、稳定且充分的盈利和有令人满意的有形资产作为支持。这一时期的另外一本里程碑式的重要著作是威廉姆斯的《投资价值理论》，在书中他首次全面完整地论述了股票的内在价值等于未来股利贴现值的思想，后来经米勒和莫迪格利安尼和高登的发展，成为公认的股票价值决定基础，也是当今运用最为广泛的方法之一。

当然，基本分析遇到的最重要的挑战就是投资者对股票分析

的价值的怀疑。因为，资本资产定价模型和有效市场理论告诉人们：在均衡的市场中任何人都不可能通过分析公开信息获得风险调整后的超额收益，而且许多实证研究也表明，投资管理机构的业绩不会超出市场平均水平，因此投资者根本不用进行证券分析或通过基金进行投资，而只需购买指数或者尽可能分散投资就可以了，反而省去了搜集信息的费用和佣金。幸运的是，许多研究表明资本资产定价模型并不能很好地解释现实，有效市场假说也同样遭到怀疑。1986年布莱克在他的论文《噪音》中提出了著名的命题——“噪音使得金融市场得以存在，但同时也使之不再完美。”他认为如果市场上没有噪音交易，那么市场上将鲜有交易发生，因为如果人们的信息都是充分的且都根据同一模型进行估价，那交易在大多数情况下就不可能发生。在大多数时候，“噪音交易者”会赔钱，而“信息交易者”会赚钱。这样进行股票分析获取信息减少噪音就是有利可图的了，从而价值分析的存在就有了理论上的基础。

(三)

20世纪90年代中期以来，美国证券界掀起了一股回归本杰明·格雷厄姆价值投资观念的热潮。这一方面是由于以沃伦·巴菲特为代表的价值投资学派在同主流的效率市场理论和其他形形色色依赖艰深数学工具的证券市场理论的竞争中不断发展并取得令人信服的成就，从而用市场成绩本身验证了价值投资理论的有效性。另一方面则反映出由于各种新金融工具的引入带来市场风险显著增大，投资者难以控制的副作用。由于投资者无法跟上金融创新的步伐，他们就不得不转向更加倚靠某种长期的、稳健的和更加一贯的投资策略，以图在混乱的急剧变化的市场中为自己找到一块稳定的立足点。特别是在由名噪一时的诺贝尔经济学奖得主罗伯特·默顿在内的一批金融天才操盘的美国长期资本管理公

司等对冲基金，尽管高度依赖现代金融产品定价理论和种种技术与风险控制模型，却仍然纷纷遭到惨重损失之后，越来越多的普通投资者开始重新认识格雷厄姆的教导。

对于我国证券市场来讲，需要逐步实现从趋势投资向价值投资的转变，这既是证券主管部门对股市进行宏观管理和规范发展的战略选择，也是市场运作主体投资理念实现革命性变革的自觉行动。从1999年“5·19”行情以来，市场在追逐高科技的旗帜下展开了堪称波澜壮阔的大牛市，在造成指数大幅飙升的同时，也带来了大量不容忽视的消极后果，其中最为典型的就是打着发现价值、创造价值的旗号对上市公司进行标签式的高科技资产重组，为了达到利用概念炒作来在二级市场牟取暴利的目的，操纵信息披露，操纵财务利润，甚至不惜弄虚作假达到令人难以想象的地步，置普通中小投资者的利益于不顾。证监会对一系列违规事件的查处充分说明了违规操作和市场操纵已经成为目前证券市场的痼疾，导致市场系统性风险迅速凝聚。

在这种现实情况下，股市的整体价格水平出现比较大幅度的下调应该说是风险的释放，是消除市场泡沫过程中不可逾越的痛苦过程。然而更为治本的方法应该是积极提倡价值投资的科学理念，培养市场理性投资力量。广大投资者在亲身感受了市场不规范运作造成的消极恶果后，会自觉不自觉地呈现出一种向价值投资理念的靠拢，而价值投资的精髓就在于指导投资者如何透过种种市场假象去分析和获取上市公司的各种真实数据。其实，在本质上，格雷厄姆对任何公司披露的公开信息都表示怀疑，在他看来，信息只有在经过分析和整理之后才可能对投资决策有所助益，而这种通过数据材料的分析揭露上市公司报表和其他公开资料中的种种隐瞒、歪曲甚至欺骗等企图混淆视听的伎俩的方法也正是当前投资者所迫切需要的工具。

(四)

在相当长的时间里，每当阅读海外投资银行撰写的证券研究报告时，我时常有一种冲动，希望在什么时候能够有机会看到“中国版”的价值投资研究成果。结果很不幸，等来的却是坊间宣传广告式的“上市公司投资价值分析报告”。将形象广告冠之以“价值分析”，不可不谓深谙国情的富于创意之举，只是有点辱没了研究的清白。

出于不甘心，我在今年（2001年）为清华大学经济管理学院 MBA 讲授《证券投资学》课程的过程中萌生了组织学生进行上市公司投资价值分析研究尝试的想法，于是在课堂上将 300 名学生组成 100 个研究小组，每个小组选择一家上市公司，利用公开披露的信息和相关资料，撰写独立研究报告。为了体现客观性和中立性，特别要求研究人员必须从企业的产品层面入手展开研究，将每个上市公司放到它所处的具体行业中去，从具体的产品、技术、项目开始进行比较分析，再从该行业的发展前景角度探讨上市公司的潜在投资价值。这是一个繁复的工程，需要研究者既要掌握扎实的经济和金融知识，又要具备一定的技术背景和科技知识，还要对现实的企业运作有透彻的领悟，而清华 MBA 来自不同专业、均有多年工作经历的特点使得上述很苛刻的要求迎刃而解。在 300 名同学初步研究成果的基础上，清华兴业投资管理有限公司的 30 名研究人员又进行了加工和再创作，终于形成了这套上市公司价值分析报告的基本框架和内容。

非常幸运的是，这项研究工作在启动之初就得到了中央电视台《证券之夜》、中央人民广播电台证券广播网和《证券日报》三家媒体的大力支持，而且由此促成了一个全新的全媒体互动机构——“新动力工作室”的创立和运行。现在由清华兴业的研究人员撰写的上市公司价值分析报告每周通过新动力工作室的三家

媒体，以广播、电视和报纸及网站四种介质，依据各媒体自身的特点对研究报告进行再加工，用“新动力观察”的统一标识向社会滚动推出，形成一种互相补充、互相渗透、互相强化的立体互动格局。

尽管为这项研究工作倾注了相当的心血，但是我深知存在着太多的缺陷和不如意之处，现在把这些报告结集出版，目的之一就是希望能够得到更多的批评和指正。虽然由于水平和条件的限制，良好的愿望没有能够取得满意的效果，但是我们希望探索一条研究上市公司投资价值的方法和模式的初衷不会改变，而且会在今后的实践中通过不断的学习和努力来加以改进和提高。

最后衷心感谢所有参与和关注这项工作的各方人士，“新动力”工作室——正如中央电视台为《新动力观察》所做的宣传片中所说的那样——是“凝聚四方智慧”的产物，失去了这些志同道合者的坚定支持，“新动力”就会失去前进的动力。

（作者系清华兴业投资管理有限公司总经理，
新动力工作室首席顾问）

变趋势分析为价值分析
是中国股民、中国证券业
走向成熟的标志，

新动力工作室

将成为广大股民和投资机构
从事证券投资的诚信知己

责任编辑：高续增

封面设计：张卫红

新动力工作室
将对已研究过的上市公司
长期关注
持续评价

目 录

新动力系列丛书

总序 赵纯均 (1)

前言 潘福祥 (1)

太太药业 (600380)

——西药能否调理好太太 (1)

新安股份 (600596)

——在夹缝中成长 (19)

东方钽业 (000962)

——突破瓶颈才能做大做强 (36)

英豪科教 (600672)

——“奇树”能否结出

“神奇之果” (55)

万杰高科 (600233)

——未来的竞争看服务 (73)

兖州煤业 (600188)

——打造煤业的超级航母 (89)

中钨高新 (000657)

——命运握在谁手 (106)

科利华 (600799)