

【投资经典·黄金书系】

发现价值

主 编：盛希泰
执行主编：吴寿康

凝结研究成果精华 探索价值发现之路
DISCOVER THE VALUE

廣東省出版集團
廣東經濟出版社

发现价值

主 编：盛希泰
执行主编：吴寿康

凝结研究成果精华 探索价值发现之路
DISCOVER THE VALUE

图书在版编目 (CIP) 数据

发现价值 / 盛希泰主编, 吴寿康执行主编. —广州:
广东经济出版社, 2007. 3

(投资经典·黄金书系)

ISBN 978 - 7 - 80728 - 486 - 4

I. 发... II. ①盛... ②吴... III. 股票 - 证券投资
- 研究 IV. F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 008382 号

出版 发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 11~12 楼)
经销	广东新华发行集团
印刷	佛山市浩文彩色印刷有限公司 (南海区狮山科技工业园 A 区)
开本	730 毫米 × 1020 毫米 1/16
印张	27. 25
字数	693 000 字
版次	2007 年 3 月第 1 版
印次	2007 年 3 月第 1 次
印数	1 ~ 15 000 册
书号	ISBN 978 - 7 - 80728 - 486 - 4
定价	49. 80 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

发行部地址: 广州市五羊新城寺右二马路冠城大厦省图批新场三楼 330 号

电话: [020] 87395594 87393204 邮政编码: 510600

邮购地址: 广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼 邮政编码: 510075

(广东经世图书发行中心) 电话: (020) 37601950

营销网址: <http://www.gebook.com>

广东经济出版社常年法律顾问: 屠朝锋律师、刘红丽律师

· 版权所有 翻印必究 ·



盛希泰

盛希泰先生系证券界资深人士，自1992年始历任资产管理公司常务副总裁、证券公司投资银行部总经理、证券公司副总裁、总裁等职务，不仅具有深厚的财务、证券、管理等专业理论知识，而且具备丰富的金融证券实际工作和管理经验。现任联合证券有限责任公司董事、总裁。



吴寿康

吴寿康先生系国内最早一批从事行业公司研究的资深研究人士之一，曾任君安证券研究所家电行业高级研究员、行业部经理、国泰君安证券研究所副所长。现任联合证券公司总裁助理兼研究所所长。

编委：孟建军 朱永强 钱晓宇
范海洋 高开宇 刘湘宁
田 艺 马俊生 程 峰

内容简介

本书通过系统介绍2005年以来联合证券研究所大量成功的研究案例和深度研究报告，多维度、多层次地阐述了证券市场上股票和其他金融产品价值发现和深度发掘的内涵、过程及方法，其中许多公司的价值系联合证券研究所首次发掘，无论对于普通证券投资者还是证券专业人员来说，这都将是一本具有借鉴意义的著作。

联合证券研究所是首批经中国证监会核准的具有证券投资咨询资格的研究机构，由40余位专业精英组成，研究范围涵盖宏观经济、金融创新、金融工程与行业公司等领域，研究人员绝大多数具有理工科和经济学或管理学交叉知识背景及证券一、二级市场从业经验，对各自的领域都有独到而深入的研究。

在过去的数年中，联合证券研究所秉承“专业、勤勉、务实、高效”的精神、“发现机会、创造价值”的研究理念，在股票、权证等研究领域取得了累累硕果，行业声誉及影响力日渐上升。

在2006年《新财富》最佳分析师评选中，联合证券研究所荣获“进步最快研究机构”第一名。

序 言

2005 年中期以来，A 股市场在股权分置改革大背景下，迎来了一轮波澜壮阔的行情。这轮行情的产生既有制度变革与产品创新的诱因，也有人民币升值预期下 A 股资产重估带来的价值发现，更有行业景气驱动与产业结构升级带来的上市公司价值创造驱动。面对这些多元化的投资机会与投资线索，如何能把握市场内在的波动规律，及时、准确判断出有价值的投资标的，协助众多的投资人实现领先市场与超越市场的目标，对于国内众多辛勤耕作、志在一流的证券研究机构而言，其挑战是不言而喻的。

非常值得骄傲的是，在这样的挑战中，联合证券研究所为广大的投资者交出了一份出色的答卷。作为国内市场化取向最坚决、最坚定的证券研究机构，长期以来，联合证券研究所始终认为证券市场投资价值的根源来自于上市公司持续的价值创造，真正伟大与成功的投资来自于对产业发展内在规律的前瞻性认识，来自于对公司成长要素的深刻理解，所有市场的浮华与人性的躁动都将接受公司基本面的严峻考验。正是秉承这样的一贯理念，联合证券研究所能够超脱于市场短期的潮涨潮落，持续为投资者提供了一系列适时的投资建议，成功地经历了一次又一次的价值发现与价值实现。

2006 年，联合证券研究所荣膺“《新财富》最快进步团队第一名”。这一荣誉的取得，我们相信，是多年来我们所努力奉献与服务的基金、保险以及其他客户鼎力支持的结果，是联合证券研究所所有研究员辛勤而执著的努力结果。我们也将这一荣誉看作是鼓舞，看作是鞭策，看作是联合证券研究所继续进步的又一新的起点。

为了梳理过去，展望未来，更好的回馈投资者多年来对我们的持续关心，我们特别在此编辑了《发现价值》一书，此书汇集了 2005 年底以来，联合证券研究所在市场演进过程中精华的策略建议，以及领先市场、成功推荐的行业与公司报告，同时也收集了关于权证、可分离交易转债、股指期货等具有实战与前瞻意义的研究。为了让投资人对这些成果有更清晰的了解，我们特别在每篇报告前由编者交代了撰写该报告的

主要背景、报告的主要观点以及市场后验的实际结果，以反映每篇报告诞生的心路历程及对市场产生的些许影响。尽管这些报告发布已有一段时间，但是我们期望这些研究报告所遵循的价值判断的基本思想、以及内在的逻辑力量对广大读者依然能有一定的借鉴意义。

2007 年，我们预期，由于全流通改革释放的制度红利效应刺激，上市公司整体业绩水平仍将持续良好的增长，同时人民币升值进程将进一步加快、上市公司治理水平的根本性改进，加上更多优质企业上市以及如融资融券等系列市场制度创新的推动，A 股市场持续牛市行情的前景是完全值得期待的。我们真诚希望，在新的一年里，广大投资人能在纷繁的牛市波动中抽出点滴时间，继续关注联合证券研究所理性而不乏激情的分析与判断，一起分享 A 股市场多年来难得一见的资本盛宴。在此，一并向过往的日子里一直关心、支持与鞭策我们成长的所有朋友致以我们诚挚的敬意！

盛希泰

2006 年 12 月 14 日

前言

把握价值内涵 捕捉投资机会

从事证券研究十多年来，从没有感到研究像现在这样：越来越受社会和投资者的高度重视与认可！我想这与我们证券市场日渐成熟、机构投资者日益壮大密不可分，但更重要的还是研究本身的水平在这些年中得到了大幅提升，高水平的研究已经确实实能为投资者带来收益！

研究的成果自然是通过研究报告来体现，我们常常听说某某研究所某某报告写得好、谁又推荐了一个好股票，诸如此类，我想报告写得好还是“术”的层次，我们应该知道的是：为什么能写出好报告、报告为什么写得好，这是“道”的层次，它涉及到我们对研究的理解、价值领悟、投资理念等等，“大道无边”，本文仅从研究说起，具体谈谈价值的内涵和投资机会的把握，希望能给广大读者和投资者起到抛砖引玉的作用，不足之处，请批评指正。

研究的起点应是价值

在1996年君安证券研究所开行业公司研究（基本分析）先河之前，证券研究基本局限于技术分析领域。技术分析立足既往交易数据（成交量、价格等）的统计分析，进而预测未来走势。技术分析的门类很多，但都有两个重要的理论基础：第一个，趋势是会延续的；第二个，历史是可以重演的。这两个基础本身不会有什么问题，但具体到分析操作时，我们就发现存在困惑：趋势怎么样算是形成及延续到什么时候发生转折？历史以何种方式又会在什么时候重演？等等，把握上难度非常大，我想找10个人来问可能会有9种答案，见仁见智，说服力自然就不足，更难以落实到具体的操作。

除了技术分析法以外还有一些听起来有点玄的分析方法，像八卦易经分析法，天干地支分析法等等，我是做基本分析的，对这些方法不甚明了，但有一点是可以肯定的，这些分析方法和技术分析一样，没有抓住最根本的东西，或多或少都有一些问题。因为从本源上讲，我们投资者从股票投资上赚到的钱归根结底是来源于上市公司创造的财富——包括现在的和未来的，这就是我们常说的价值。追本溯源，研究投资标的所代表资产的真实价值，这是基本分析最大的优势，也应是研究的起点。

强调基本分析的优势并不是一味坚持“老婆是别人的好，文章是自己的好”的门户之见。平心而论，技术分析和其他一些分析方法应有其适用性，掌握得好同样可以获得投资上的成功，但一来实际的掌握难度很大，二来对专业人员或者那些希望提升自己专业素养的人来讲，唯有从价值出发的研究才更有其普遍的适用性，也才更有价值。

研究的目的是发现价值

证券研究是一种商业行为，尤其是证券公司的研究所，它不是一个学术机构，我们研究所并不刻意追求学术地位、评奖成果、曝光率等，我始终认为证券研究的目的就是要发现价值、发现投资机会（或提示风险）！每一家商业机构都有它赖以生存的客户群体，通过研究发现价值，帮助客户实现资产增值，进而实现公司更高的经营目标，这才能体现研究所与研究的价值。

中国证券市场发展才十多年的时间，制度建设、信息披露等尚处于规范过程之中，研究员要寻找或发现投资机会，不能单纯地在家埋头看年报找数据，必须结合实地调研这一重要手段，和企业管理层沟通、了解上游原料供应和下游产品需求情况、及时掌握行业及企业经营动态等等，都是研究员要做的工作。实际上，尽可能多地进行实地调研，对研究员的视野、积累、分析判断也有巨大帮助。中国对外开放日益深化，现在对研究员来讲还必须要具有国际化视野，必须从全球产业竞争格局角度来看问题。而形成一篇好的研究报告，还涉及到财务、定价和估值、产业竞争等各种分析方法。证券研究是一项专业化很强的工作，研究员工作的目的就是要应用一切研究分析工具，寻找到投资机会。

研究报告的价值不只在结论

证券研究不同于学术研究，证券研究报告自然也不同于学术报告，有其特有的形式和格式，这实际上是证券研究行业的一种“通用语言”：研究员要表达看法和观点就必须要用这样的方式，而且还要符合一定的专业要求。

现在几乎每个报告上都会有业绩预测、有推荐、买入或卖出这些结论，很多人看报告只关注这些，但我认为这是一篇报告很次要的一个方面——报告结论实际上只是一个观点而已，而得出结论的方法和逻辑过程是更重要的基础。分析的方法，或者说分析的视角，应该是一个报告的核心，后面谈到企业价值的驱动因素时大家可以结合这些要素来看就会豁然开朗。如果一篇报告始终涉及不到企业价值的重要因素，下笔千言，不得要领，给出的结论必然是苍白无力的；还有逻辑推理，有的研究报告是从公司的历史沿革，到行业地位、产品构成、财务分析、业绩预测，长篇累牍堆砌而成，

中间没有逻辑演绎，结论与这些内容之间没有关联，这样的报告就好像一个失了魂的人一样——人失去了灵魂就成了行尸走肉，研究报告也是一样，没有了逻辑推理只会成为一纸空谈。所谓万丈高楼平地起，沙滩上是建不起城堡的。大家看报告一定要看看这个报告前后的逻辑，是不是一步一步、丝丝入扣演绎出来的；看看推理的过程中有没有缺陷，有没有问题。否则即使是一篇有强烈买入结论的研究报告，如果逻辑上存在大缺陷，其结论也是靠不住的，这样的研究报告就没有价值可言。

研究报告当然与财富相关——通过好报告捕捉到投资机会，能为我们带来财富上的增值；更重要的还是：通过阅读研究报告拓宽视野，了解站在行业前沿的专业人士是如何看待市场和企业的，这有助于掌握更多的知识和信息，提升自我。另外，阅读研究报告在舒缓压力和心理安慰方面也有效用：比方说买了股票被套住了，心里惶惶然，拿到一篇对该股票看好的报告，心情顿时就放松了；又或者说股票涨了，当时想买而没买，看到一篇报告说这个股票不好，心理也就坦然了。

企业价值的内涵

价值投资现在很时髦，很多投资者们都津津乐道于此，甚至有很多人以“价值投资者”自诩或自夸。但实际上，差之毫厘、谬以千里，价值观以及对价值理解深度的差异会导致价值投资过程和结果出现很多误区。

究竟何谓企业价值？马克思说劳动创造价值，好像过于宏观，那么，大家买股票挣的钱——企业分的红利或者是买卖股票获得的差价（资本利得），是股票的价值吗？确切地说，无论红利还是资本利得都是股票价值的表现形式，而且只是部分。企业红利从何而来？股票价格为什么会涨？这才是我们要探寻的价值所在。

如前所述，股票和它所代表的资产价值来源于企业所能创造的物质财富，或者其货币表现形式——现金流。物质财富的增加为投资者带来红利，促使作为财富表征的股票价格上升。从数量上看，企业的当前价值就是企业未来能够创造的所有财富贴现回来的现值，这是我们进行股票分析的一个基点，也是企业价值的真正含义。

还有一个价值与价格的问题。马克思说价格是由价值决定的，这用于股票同样具有实践意义。我们能直观看到的是股票价格，而影响价格的因素很多，除了本身的价值以外，市场估值水平的变化，供需关系的变化都会影响到价格，甚至某个人情绪不好（投资者情绪），一下子抛出很多的股票，也会影响价格，因此造成了价格的波动，而与此相对应的是在一段时间内，企业价值却是相对稳定的。

价值与价格的关系就像倒在杯中的啤酒，在倒酒的时候总会有一些泡沫溢出来，决定这杯啤酒有多少量的关键因素是啤酒的深度，而不是啤酒泡沫的高度，对价值的研究就像对于啤酒深度的度量。我们对于研究员的要求很明确，很多可能会影响股票

价格波动的但不会影响到企业价值的东西，不必给予过多的关注或理会——啤酒倒进杯子里后放一阵子，泡沫会自然消失。我们研究要做的事情是评估价值而不是追逐价格的波动，价格波动可能在更大程度上是投资者所要关注的事情，他们关注任何可能会影响价格波动的因素，从中寻找投资机会，尤其对做短线投资的人而言更是如此，这可能是做研究和做投资的一点差异，但我相信随着时间的推移，追逐啤酒泡沫的人一定会越来越少！

企业价值的评估

从计量上考虑，企业价值该用什么样方法去评估？这是研究工作需要解决的一个重要问题，也是争论最多的问题，我尝试对目前研究中应用较为广泛的一些估值方法进行总结，简单归纳如下：

第一种是相对价值法。这种方法应用得最为广泛，其核心是选择类似的企业（股本规模、行业属性、上市时间相似或相近）、选择估值指标（如 PE、PB 等），进行对比分析，从而进行价值评估。相对估值的指标体系非常多，并不局限于 PE、PB 这两种，不断在扩展。很多人皓首穷经，总想能够选用一种一鸣惊人的估值指标，但是无论是哪一种，都会有这样或者那样的问题，永远不可能有完美的相对估值指标体系：因为问题的核心并不在于估值指标上，主要还是在比较方法本身。用企业 A 的价值去推导企业 B 的价值，反过来再印证 A 的价值，实际是一种循环论证的方法，缺乏严谨的逻辑体系。没有绝对标准，又怎么能证明企业 A 的 PB 和 PE 是否合理？

第二种就是绝对价值法。它回到价值的本源上来评估：既然企业的价值是未来创造财富贴现的现值，那我们就想法把企业未来创造的财富预测出来，再根据市场的利率水平和预期回报率进行贴现。当然这个方法的难度也是相当大的，因为未来的不确定性和变化非常大，使得模型参数的确定成为一项非常艰难的工作，从这里我们也可以总结出一点：研究工作的一个重要因素是不断消除不确定性或者对不确定性进行量化。企业价值的 DCF 一般模型如下：

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{E_t(FCF^t)}{(1+WACC_t)^t} + \frac{E_T(TV_{FCF,T})}{(1+WACC_T)^T}$$

$$\text{其中：} WACC = \frac{E}{E+D} \times K_E + \frac{D}{E+D} \times K_D \times (1-T)$$

绝对估值法有三个关键因素：分别是公司营运资本投资回报率（ROIC），资本成本和折现率（WACC）以及产业和业务未来发展，这个模型在各种金融和财务的参考书里面都有详细介绍，在此也不作展开。

第三种就是行业特征估值法——我个人的归纳总结。实际上它在一定程度上结合了相对估值法和绝对估值法的一些优点：利用行业独有的特征设定估值参数，并判断

未来的变化趋势，进而测算出企业的价值。举一个煤炭企业的例子：现在开采一吨煤的利润是确定的，财务报表上很容易找到；现有的煤炭储量也是公开披露的，根据目前的经营状况、年开采能力，我们就可以计算出企业未来大概能创造多少的利润，以时间序列分布后再选择合适的贴现率进行贴现，就可以容易地计算出企业的价值。从以上计算过程我们可以看出它是另一个角度的绝对估值，这样测算出来的结果还存在一个问题，它忽视了“未来”这个变量，像成本变动、产品价格等等，这就需要我们借鉴国外或国内一些历史更长的同行业企业来进行对比分析（相对估值），修正未来变量，得到更加准确的价值数据。这种方法可以适用很多行业，而且在预测上更客观，个人认为可能更容易让人接受。

第四种是并购价值法。道理非常简单，以证券投资者的角度来看，可能有些企业没有价值，但是从产业投资者或者一个并购者的角度来看，很可能是闪光的金子，因为收购该企业后可能会带来财务、业务、管理上的协同效应，甚至市场准入等方面的便利，所以从这些角度来进行评估，企业的价值方得以呈现。有一本《华尔街证券分析》的书，书中有对这种方法详细的描述，我觉得对投资银行来说可能更重要一些。国内证券市场在股改完成后，上市公司的控制权市场将会逐步形成，如果能够以并购者的眼光寻找到价值低估的并购目标，将会是很大的一笔好生意。

以上是我个人对价值以及价值评估的一些观点，限于篇幅可能只涉及到皮毛，不当之处，欢迎读者朋友批评指正。

企业价值增长的驱动因素

经常会听到这样的疑问：我买的股票市盈率这么低，可是它为什么就是不涨呢？这个公司的 PB 很低，或者说它已经跌破净资产了，应该有价值应该涨了，而结果却往往不是如此。这里面存在一个误区，它把估值指标简单化地理解为价值驱动因素了。这种错误不仅限于 PE、PB 这两个常用的估值指标，像 EPS（每股收益）、ROE（净资产收益率）、利润增长率，以及 PS（市销率 = 市值/销售收入）、资产重估等等，也有很多人把这些当成是企业价值的驱动因素。估值指标反映企业过去的经营状况，它们只是企业价值驱动因素作用后的一些表面的东西，是结果而非原因。

现在有些机构投资者中流行这样的观点：在市盈率最高的时候买入股票，在市盈率最低的时候卖出。可能有相当多的人觉得这些行为不可思议，这不是博傻吗？其实不能这么简单地看这种投资策略，还是要深刻理解什么在驱动企业价值增长，企业价值往往和表现的指标并没有必然的联系。我们一定要拨开外表的面纱，看到真正的本质，企业价值未来的增长关键还必须要落在企业价值驱动因素本身。

价值的驱动因素，是理解价值投资最重要的环节，从企业层面看，它也是企业赖

以生存和发展的基础。我个人根据以往的研究实践，对企业价值驱动因素总结了六项：

- (1) 商业模式
- (2) 品牌和营销
- (3) 经营团队和管理水平
- (4) 市场（规模）扩张和技术创新
- (5) 产业政策
- (6) 企业税率

这六个因素基本上可以概括为企业内部价值驱动因素，本文后面将结合联合证券研究所的案例来进一步作深入分析，而本书通篇都会有这些内部驱动因素具体产生作用的方式和途径，大家可以细心观察。

需要指出的是，在分析企业价值的时候，这些驱动因素的持续性，稳定性，可复制性非常重要，它们在很大程度上决定了企业价值的持续创造能力。除了这些常见的驱动因素以外，有没有能力找到新的能够驱动企业价值增长的其他因素，应该是研究员需要认真思考的问题。

外部驱动因素对企业价值的影响很好理解。例如社会的利率水平，利率降低了，企业未来创造财富贴现回来的贴现率就会下降，企业的价值自然提升。又如一些产业的演变以及全球市场发生变化：某一个产业，本来发展得很艰难，但是某一个国家突然对这个企业开放了市场，于是这个企业又有了新的生存和发展的空间，类似这样的因素对企业价值产生推动作用还是很显著的。

把握企业层面的价值驱动因素变化是价值投资的关键

寻找投资机会的方法可谓林林总总、不一而足，本文仍然从基本分析出发来看待投资机会，它可以分为企业、产业和市场三个层次，个人认为从企业层次观察企业内在价值驱动因素的变化，以及深入分析这种变化对企业价值带来的影响，是价值投资的关键。

在前面已经列举了六种企业价值内部驱动因素，这里结合我们研究所成功推荐的股票案例逐一进行分析。

第一个因素是商业模式。许多人都把它简单地理解为商品生产和销售的组织模式，这种理解未免狭窄和片面，这仅仅是制造业商业模式的一个方面。商业模式的内容很多，既包括业务组织模式，也包括公司根据自己的行业地位实施的竞争策略，甚至还包括一些财务和资本上的操作，总之企业为了获得现金流所做的一切都可以概括为商业模式。以农产品（SZ. 000061）这个上市公司为例，自从我们研究所推荐之后，股价表现很好，获得了市场的广泛认同。之所以会有这种结果，最重要的就是由于农产

品的商业模式发生了巨大变化：过去它是农批市场，仅仅通过出租物业和收租金的方式来赢利，而现在租金照收，又开始从租户的交易中收取一定比例的佣金，租金的增长是有限的，但佣金会随着交易量的扩大而成指数规律增加，这是需要具有垄断地位的企业才能做到的，类似于证券交易所的模式。因此农产品这个公司商业模式的变化，带来的商业利益和企业价值的提升是非常巨大的。

第二个是产业政策的变化。现在资源和能源紧张，环保状况十分严峻，国家不断出台了许多的政策，这些政策的变化涉及到非常多的环节。例如宝能源（SZ. 000690），因为用煤矸石发电、发电机组内部脱硫及废渣循环利用，既环保又节约资源，所以国家政策给予公司非常大的支持，它一度电的价格竟然达到0.58元，较同行高出20%以上，同时国家对于公司上网电量还有保底的承诺：不论国家电力过剩还是不足，都要保证它至少85%的发电量上网。再加上煤矸石本来的成本又非常的低，企业赢利潜力远高于其他火电公司，其股价翻番也就不奇怪了。

第三个是市场扩张和技术创新。典型的例子是生益科技（SH. 600183），这个企业的主要业务是印刷线路板，目前他的市场已由国内扩展到全球，产品也由最早的单层线路板创新发展到多层，到现在最高可达十二层，技术创新能力非常强，2006年中期的净利润成倍增长，而且这种增长还将持续。

第四个是经营团队与管理水平的变化。2006年上半年我们推荐的深天健（SZ. 000090）得到了市场的追捧，改变天健价值的一个核心的因素就是它的经营团队发生了变化，管理水平迅速上升。过去深天健的团队做房地产，在深圳市中心区莲花山脚下开发了一片很大的住宅区，地价便宜、地段好、销售价格不菲，但是毛利率只有百分之十几。而现在的团队能在地段一般，房屋售价相对较低的情况下把毛利率提升到30%以上，这是一个管理改善提升公司价值的典型案例。

第五个是品牌和营销。以山西汾酒（SH. 600809）为例，也是我们研究所推荐的公司，在前几年因为假酒事件，企业几乎无生存之力。但“牧童遥指杏花村”的佳句大部分中国人耳熟能详，汾酒的历史和品牌仍然深入人心。经过几年的休养生息，公司重塑品牌，重建营销网络，从山西到陕西，河南，逐步向全国扩张，效果显著，业绩也持续高速增长，股票表现非常抢眼。

说到山西汾酒，这里还想就消费品行业啰嗦几句，我们有必要对消费品产业进行更深层次的观察，国内的消费从20世纪80年代改革开放以后实际上经历了三个时期：从供不应求，到后来的供过于求即价格竞争，到现在的品牌消费阶段，人们购买行为由“价格敏感”向“品质敏感”过度，由“利益忠诚”向“信赖忠诚”发展。究其原因一方面是因为国家藏富于民，大家都分享了改革的巨大收益，个人财富大量增加；另外一方面是因为大家工作都很忙，没有时间去权衡，从搜寻成本最低化的原则出发，品牌企业在今后的发展中将更加有利。而且这种趋势必然会迅速从消费品向上游产业

传递，绝大多数的产业将有一个向品牌企业集中的过程，这也符合产业经济学理论，这种趋势需要我们多加关注。

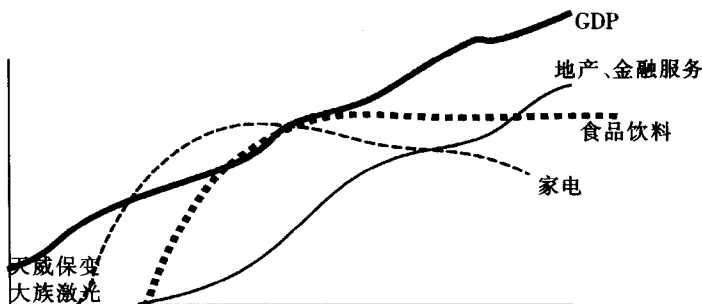
第六个是税率。这一点很容易理解，企业税负下降，相应地企业的利润就会增加，企业的价值自然就得到提升，我们很多投资者期盼税制改革，道理也在这里。

企业层面价值驱动因素的变化是把握企业价值乃至价值投资理念的一个核心问题，我们不要被外在的指标体系或是其他的东西所迷惑，一定要把握内在的核心的东西是否发生了变化。有了这样的领悟和思路，研究和投资的失误就会大大减少。

产业层面的投资机会把握

从产业层面看投资机会的线索很多，首先需要研究产业的生命周期特征。每一个产业都有一个生命周期——初创、成长、成熟、衰退。从投资的角度来说，处于产业成长期的企业一般会增长很快，机会也大过处于衰退期的行业，我的同事杨军成功发掘的大族激光、天威保变就是处于产业成长初期的企业。

其次，需要着重强调的是行业的产值或收入与 GDP 的一个相关性问题，不同的产业跟 GDP 的相关性差异是非常巨大的。下图中的地产、金融服务行业，它们始终与 GDP 保持正相关的关系，在不同阶段的增长速度虽然和 GDP 有差异，甚至在某些时段上的增长还要高过 GDP 的增长，但是从趋势上来讲基本上是齐头并进的。作为长期投资的标的，这样的产品无疑是首选（现在的金融、地产行业投资回报率依然是惊人的）。再来看食品饮料，这个行业增长到一定程度以后，它跟 GDP 增长就无关了，其产值或行业收入基本上保持一个相对恒定的数值，其在 GDP 中所占的比例是逐渐下降的；而衰退的行业，如图中的家电行业，在 GDP 上升的时候反而出现下降的趋势。各种行业都有投资机会，但是和 GDP 的相关性差异很明显，大家可以从中进行筛选：什么样的股票可以传世是不言而喻的。

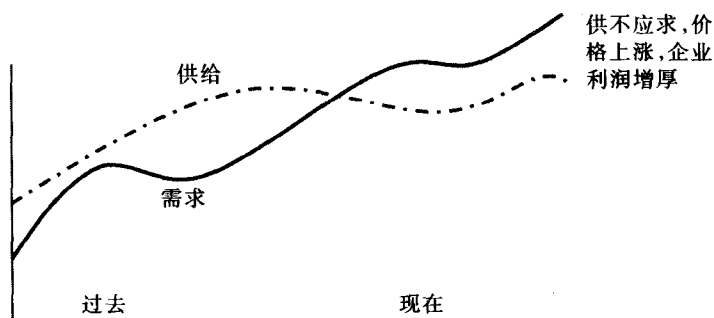


第三个需要把握的是产业竞争格局的演变。随着市场集中度的变化，有的企业获得了超越行业平均增长速度的成长或超额利润，而且如果公司管理很好的话，它能够

继续保持这样一个持续性，这样的企业显然是有巨大的投资价值，例如我们研究所一直推荐的苏宁电器、贵州茅台、双汇发展、中集集团，就是产业竞争格局演变的赢家。

第四个方面是产业及贸易政策变化，如环境保护、节约能源、地区经济、自主创新、反不正当竞争等国家的产业政策，以及关税、出口退税、反倾销贸易政策都会导致国家内部甚至全球间产业竞争格局的变化，像我们研究所推荐的西飞国际、宜科科技、沧州大化等都与之相关。

最后一个产品替代和上下游产业供需变化。例如丰原生化，其燃料乙醇替代汽油作为燃料，在石油供应紧张和价格高企的情况下，公司获得的利益是非常巨大的；还有如下图所示供需变化，最直接的影响就是产品价格的波动，如厦门钨业，宏达股份，都是因为供需关系的变化，使得公司的价值大幅提升。



证券市场和全球视角下的投资机会

从证券市场和全球视角这个层面上来看，需要注意以下几个方面。

第一，是不同市场或经济氛围下的投资机会，2006年上半年很多人买入了宝钢、长电等大市值股票，可是涨幅却十分有限，这有一个很朴素的观点，在牛市初期成长性首先是考虑的因素，进攻性的品种成为优先选择。年初我们提出转折企业价值重塑，实际上说的就是这个问题。而在熊市中则更应该关注防御性的品种，那些不会受到市场变动剧烈影响的品种，这也是前几年的熊市中大家一致认同的看法。还有周期性行业的阶段性的投资机会，周期性行业在上升周期的初期肯定会激起投资者的热情，其股价一定会有所表现。

第二，是汇率与流动性变化的影响，这是资金供给和资产价格波动方面的影响。

第三，是全球不同市场间估值水平的结构性变化，比方说美国哪一类股票涨得非常厉害，在信息交流日益密切的今天，这肯定会很快影响到其他国家的股市。

第四，是市场开放和产业转移，这也是一个很重要的因素，今天很多人都说我们中国已经成为了全球制造中心，其中不乏发达国家产业转移的作用。

综合以上的讨论，投资机会的把握要抓住企业、产业、市场三个层面的影响，而在这三个层面中，我始终认为企业这个层次，即驱动企业价值变化的因素带来的投资机会是最根本的；产业这个层次带来的机会更多是提供一些线索，其投资机会的大小还必须结合具体的企业来判断；从市场层次来看的投资机会，我认为并不是十分重要，也没有必要作为一个追求的目标，但是可以作为丰富自己视野和思想的补充以及参考。

研究、价值和投资机会三个问题环环相扣，基本涵盖了证券研究工作的内涵和外延。我们研究工作的目标是：力图通过对价值的发现和深入解析，为客户、为公司、为市场发掘更多更好的投资机会！