

价值投资

毛羽 著

看透股票这东西



- 1) 价值分析指标精解及应用
- 2) 价值投资策略及选股
- 3) 基本面分析方法大全
- 4) 顶级大师的投资哲学



上海人民出版社

价 毛羽 著
看透
股票这东西
值 投
资

图书在版编目(CIP)数据

价值投资:看透股票这东西/毛羽著. —上海:上海人民出版社, 2008

ISBN 978-7-208-07558-0

I. 价… II. 毛… III. 股票-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 177342 号

责任编辑 王舒娟

封面装帧 王小阳

价值投资

——看透股票这东西

毛羽著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

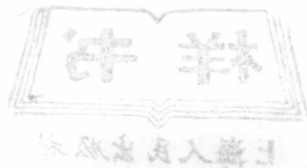
开本 720×1000 1/16 印张 22.5 插页 4 字数 323,000

2008 年 1 月第 1 版 2008 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—10,100

ISBN 978-7-208-07558-0/F·1706

定价 38.00 元



时代呼唤“价值投资”

毛羽终于下决心把他多年来对中国证券市场如何理性投资的思考写成书，奉献给社会公众，同时也等待着社会公众和市场对他的检验。这本书对于当前中国证券市场的建设来说无疑是一块不可或缺的铺路石，它弥补了我国证券市场价值投资理念缺失这一空白，即如何从价值的角度解读中国的资本市场。更可贵的是，毛羽的这本“价值投资”，不仅仅是一般意义上的讲道理，它全部是看得见摸得着、实实在在能够量化的价值投资方法，以及取材于我国资本市场中价值投资的真实案例。正因为如此，本书将使价值投资在中国从空洞的理想变为可操作的现实。

之所以说毛羽“终于下决心成书”，因为用价值来思考解读中国的资本市场，是一个颇遭大多数人诟病的命题。因为事情就这么明摆着，中国证券市场的诞生并不是由于市场自身发展的需要应运而生的，而是我国经济制度转轨，从计划体制转向市场体制的过程中，自上而下人为构建的。在这特定的“转轨加新兴”的历史时期，初生的资本市场由于制度的年轻，也由于管理层、上市公司、投资人和中介机构都同处在年轻幼稚的阶段，因此，中国证券市场的表现形态往往是由供求规律决定的，而理性的价值规律几乎无从谈起。此时的证券市场最根本的使命并不是遵循价值规律，而是为经济体制转轨服务。所以中国的资本市场从它诞生的那天开始直到今天，各种投机的力量大大地超过了投资的力量。

记得，毛羽是大约在2003年经朋友介绍认识的。他当时把最初的研究成果“价值选股及基本面分析”给我看的时候，我眼睛一亮，因为我深知我国的证

券市场太缺乏价值投资的知识了。毛羽很快便成为我主持的“今日股市”电视节目的嘉宾。2005年他又随着我到电台担任股市节目的嘉宾。但是由于当时中国的股市正处在解决制度性缺陷的漫漫熊途之中,新制度尚未确立,价值投资还没有提上议事日程,不少观众、听众在听了毛羽对价值和基本面的诠释后,认为道理是对的,可是现实中用不上。面对当时的现实,毛羽要求停止担任节目嘉宾。但是他没有退缩,仍然执着地潜心地完善着他的中国式价值投资的研究。他坚信,虽然我们的市场现在还不成熟,但终将要成熟起来,价值必定是证券市场的基石,这已经是被成熟市场一再证明了的。如果不坚持、不倡导、不普及价值投资,代表国民经济支柱产业的国有上市企业就吸引不了投资人的关注,合规的外资也不敢进来,我们将错失利用经济全球化带来流动性充裕的历史性机遇,利用资本市场提升国力就将是一句空话。

功夫不负有心人。股改成功终于为毛羽研究的价值投资体系插上了理想的翅膀,毛羽再一次地充满活力,成为“今日股市”节目的嘉宾。他对新一轮牛市行情放声讴歌,因为市场的价值被低估了,长期以来,无人问津但代表着国民经济支柱产业的国有上市公司的价值被低估了,新的有利于理性投资的制度逐步被确立。毛羽多年研究的“价值评估体系”开始有了用武之地,他不断地挖掘出价值被低估的股票。最令大家难忘的就是西部矿业上市的当天,他通过解读西部矿业的上市报告,从六个方面论证,西部矿业的上市价格从估值的角度看被低估了,后来的事实证明毛羽的价值评估体系提供的判断是正确的。毛羽的研究成果终于初步得到市场的验证。

谁也無法想象,谁也不敢想象,中国的资本市场在经历了股改之后,会释放出如此巨大的能量,中国股市规模从2005年下半年开始,仅两年的时间就超越了GDP,总市值由3万亿元跃升至28万亿元,超过香港股市、超过日本股市。全球前十大上市公司,中国竟占半壁江山,中国经济总量与德国并列为世界第三。其中的缘由虽有很多,有待于中外专家、学者深入地探讨研究。但是我认为这和中国的资本市场确认回归价值、为中国的国民经济支柱产业提供数以亿

元计的巨额融资有着密切的内在关联。毫无疑问,中国的虚拟资本正在为中国实体经济的腾飞发挥着犹如核裂变的作用,对当前如何保证中国的虚拟资本始终能围绕着价值的轴线健康发展这一论题,说它怎么重要都不为过,日本资产泡沫化导致资本市场长期萧条的前车之鉴,中国必须认真汲取。因为中国的资本市场太年轻了,如果以证券交易所的成立为起始点,只有17个年头。如果以确认回归价值投资计算,才只有两年多点时间。我们的管理层、上市公司、大小投资人都还没有价值投资的思想准备和经验,价值投资的市场环境和条件还远没有建设完善。正因为如此,我希望借着毛羽这本书的出版能起到抛砖引玉的作用,也希望中国资本市场各个层面的参与者,对这个市场的价值体系建设多给予一点关爱少一点漫骂,多作出一点有益的实事少一点空洞的理论。

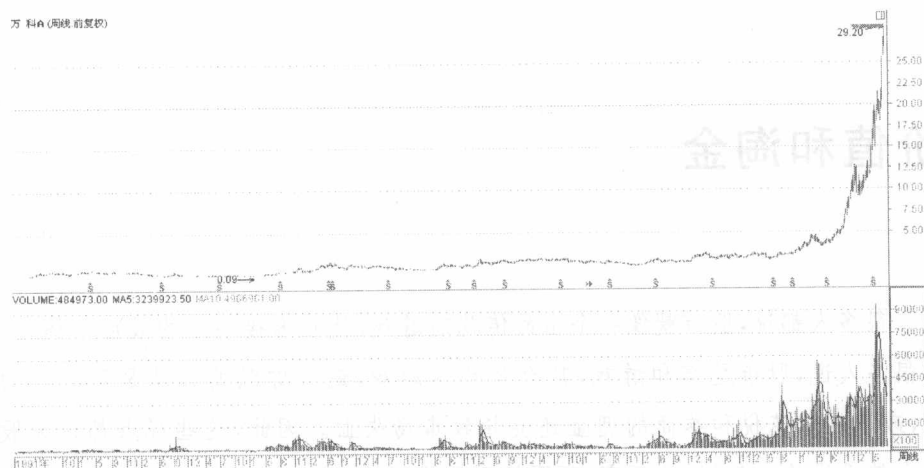
左安龙

2007年11月

价值和淘金

很多人都说,股市就像一个击鼓传花的游戏,就看谁接不幸的最后一棒;也有很多人说,股市是零和游戏,甚至是负和游戏,最终你赚的钱就是别人亏的钱,政府的印花税和券商的佣金还会导致市场失血。因此,这些观点都认为股市中就看谁的运气好、技巧高,不要接到最后一棒,想办法把别人口袋的钱合理合法地赚进自己口袋中来。这种观点在 20 世纪 90 年代初我就听来自我国台湾的业内前辈们传授过,也曾对此深信不疑,并希望自己能成为击鼓传花的高手和幸运儿。20 世纪 90 年代末市场中有盛极一时的博弈论,其主要观点也是大家在市场中相互博弈,主力要做庄,散户要跟庄,庄家和散户是天生的对头,庄家赚的钱就是散户赔的钱。然而几轮牛熊市下来,尤其是 2003 年以来,我逐渐明白这个市场不是追逐 K 线的游戏,市场的起起落落是围绕一个叫做“价值”的东西在波动。所谓的主力,无论是炒业绩,炒题材,炒重组,都可以发现其背后有价值的身影。市场的波动可以由资金或人为因素推动,但股价的长期方向一定是价值在主导。市场不停地在犯错,这是由于人们在追求价值的时候,有时会过于贪婪,而在修正错误的时候又会过于恐惧。市场永远是对的,那是由于市场可以通过自身来纠正犯过的错误。

击鼓传花论和博弈论把市场看成了静态的市场,看到的是市场投机的一面,却忽略了市场的价值变化和投资的一面,没有看到我们的市场总市值可以从 1 亿元增加到 20 万亿元,公司的总市值可以从 1 亿元增加到 100 亿元,甚至更多。只要回头看看万科,这家在 1991 年发行时只发行 2 800 万股的小公司,经过 14 年后变成了一个拥有 65 亿股本,2 220 亿元市值的超级巨人。做万科的股东,如果在 1991 年持有 1 万元万科的股票,到现在价值应该接近 1 000 万元,年均复合增长超过 50%。



万科 A(000002)上市至 2007 年 6 月周 K 线

为什么万科是股市常青树呢？万科会涨到哪一天呢？万科有“庄家”吗？万科的“庄家”赚的是谁的钱呢？在这个激荡人心的变革潮流中，会有多少类似于万科的企业涌现呢？谁又是下一个万科呢？

2003 年后才逐渐体会，股市不是一个“击鼓传花”的游戏场所，如果是以击鼓传花的心态来到这个市场，那最好是不要进来，因为哪怕开始游戏时运气再好，最后也有不幸的一天，而这个市场一次不幸就可能夺走多年的幸福。股市能够成为一个上市公司、机构、散户和谐生存，共同获益的地方，这个利益结合点就叫“价值”，只有企业价值提升，才有大股东、机构股东和个人股东的共同价值提升。万科的大小股东赚取的正是企业价值、企业家价值和时间价值。

从 2006 年三月开始，我在第一财经《今日股市》栏目客串嘉宾时提出：从现在起“买入并持有”将成为 A 股一种实用性的投资方法。现在我更愿意接受一种通俗的比喻，投资是淘金。从事勘探的朋友告诉我，挖煤容易，因为煤层浅而且一般都很容易出煤，不需要太高的技术含量。而采金最难，难就难在金矿的矿脉，金矿的矿脉有走向，如果矿脉是东西向的，而你又不巧又是从南北向入手，虽然有可能采出部分矿点，但穿透矿脉之后您将与矿脉越来越远，所有的投入都将付之东流。

股海淘金，如果找不到金矿的矿脉，功夫下得越大，可能离矿脉越远，而股

市矿脉在哪里呢？

很多人愿意逛街，为了买到一件价廉物美、称心如意的衣服，可以逛上一天，除了休闲，这也是对衣服进行价值发掘。但也有很多投资者连 600××× 的含义是什么都不明白，只是听到某某人讲了一句或某某报纸一篇文章，就将 2 万元、20 万元、200 万元甚至一生积蓄在一分钟之内全部倾泻其中，这就叫赌博。赌博运气好，也可能赚到，但如果一直赌下去迟早要把本都输光。A 股目前有 1 500 多家公司，今后还会更多，哪家公司性价比最高，哪家公司适合你，不能单凭运气，需要对公司价值深度发掘。价值就是在股海淘金中的矿脉。

长期以来我养成了一个习惯，喜欢在投资过程中不断积累和整理自己的思路，而过两三年再回头去看哪些观点是对的，哪些是不对的。人非圣贤，孰能无错，回头去看，那些曾经犯过的错对以后的帮助最大。本书写作绝不是想自我标榜，也不想对别人说教，很大程度上是对自己的阶段性小结，而且我自己也很希望今后能经常小结，希望过几年再来回顾，哪些地方现在判断对了，哪些判断错了。在形式上，我不希望这本书成为教条式的罗列，而更希望这本书像一本小时候读的连环画，将“价值”这个专业而枯燥的东西，通过一件件我本人和身边人遭遇过的案例，用图片轻松地展现给大家。如果能让阅读过这本书的读者乃至所有中国股民“价值起来”，就算对中国证券市场尽到自己一点微薄的力量。

需要重点申明，本书中的案例及研究资料不代表本人任何推荐性意见。还是那句老话，据此操作，风险自负。授之以鱼不若授之以渔，方法比结果更重要。一切都在变化之中，市场在变，热点在变、政策在变、企业价值也在变。希望读者能够理解本书的写作主旨。

毛 羽

2007 年 11 月上海

目 录

时代呼唤“价值投资” / 1

价值和淘金 / 1

一、基本面分析“五大效应” / 1

1. 效应一：基本面决定股价中长期趋势 / 1

2. 效应二：基本面转折股价必然转折 / 8

附一：2007 年中期基本面持续改善的 39 家公司 / 17

3. 效应三：基本面决定股价运行的时间和空间 / 18

附二：山东海化价值分析报告 / 32

4. 效应四：及时规避风险 / 36

5. 效应五：轻松看透故事 / 43

附三：基本面分析八大定律 / 56

二、基本分析基础技能 / 57

1. 主要财务报表快速阅读技巧 / 58

利润表 / 58

资产负债表 / 61

现金流量表 / 66

金融类型公司的报表解读 / 71

2. 新旧会计报表变化 / 75

附一：2007 年一季度交易性金融资产前 50 名 / 80

附二：2007 年一季度可供出售金融资产前 50 名 / 82

附三:2007年一季度投资性房地产最多的前50家上市公司 / 84

3. 增值中国:新会计制度效应案例分析 / 85

附四:雅戈尔价值分析报告 / 89

4. 快速分析基本面 / 96

附五:雅戈尔财务精解报告 / 98

三、价值分析重要指标 / 107

1. 净利润 / 107

附一:2007年中期利润大幅增长的30家公司 / 113

附二:稳定可预期成长策略选股结果 / 115

2. 收入 / 115

附三:收入成长性策略选股结果 / 122

3. 毛利率 / 123

附四:核心成长选股策略及选股结果 / 128

4. 行业毛利率 / 132

附五:双龙头策略及选股结果 / 140

5. 预收账款 / 141

附六:预收拐点策略选股结果 / 144

6. 市盈率、价值成长率和市梦率 / 145

附七:低估成长型选股结果 / 152

7. 小结:学会总结投资的六个理由 / 153

附八:天上掉下个林妹妹——西部矿业价值分析 / 155

四、十招搞定基本面 / 175

1. 第一招:看主业 / 176

2. 第二招:看盈利 / 180

盈利趋势 / 181

跟踪盈利趋势 / 187

验证盈利质量 / 188

现金为王 / 191

附一:2006 年现金流增长超过净利润增长最大的 30 家公司 / 198

3. 第三招:看规模 / 199

附二:2006 年度持续增长的规模企业 / 204

4. 第四招:看效率 / 205

附三:2006 年度利润增长超收入增长最大的 40 家公司 / 211

5. 第五招:看家底 / 212

附四:2007 年中期应收账款周转率高且大幅提升的公司 / 220

6. 第六招:看周期 / 221

季节性周期 / 222

行业性周期 / 225

附五:行业走强型选股策略及选股结果 / 231

7. 第七招:看外财 / 232

8. 第八招:看负债 / 239

过度负债型公司 / 240

保守型公司 / 241

精明型公司——借鸡生蛋 / 242

9. 第九招:看投资 / 244

10. 第十招:看控盘 / 248

附六:2007 年一季度股东减少、基金增持的公司 / 256

附七:2007 年 7 月控盘度最高的 20 家公司 / 256

五、大师投资之道 / 258

1. 格雷厄姆(Benjamin Graham) / 258

附一:格雷厄姆安全策略选股 / 260

2. 费雪(Kenneth L. Fisher) / 263

附二:费雪超级强势股策略选股 / 264

3. 巴菲特(Warren E. Buffett) / 265

附三：巴菲特净资产收益率策略选股 / 268

4. 威廉·欧奈尔(William J. O'Neil) / 268

附四：欧奈尔 CANSI 思想选股 / 271

六、价值投资常见问题 / 272

1. 如何选股? / 272

2. 何时买入? / 273

3. 何时卖出? / 274

4. 持股多少时间合适? / 275

5. 我持有××公司三年,还是亏损? / 276

6. 我买的公司每股收益很好啊,怎么还跌啊? / 277

7. 赚钱能不能再快点? / 278

8. 新股票好还是老股票好? / 280

9. 市场永远是对的? / 281

10. 价值投资与技术分析 / 282

11. 估值准确吗? / 283

12. 估值为什么会变化? / 286

13. 散户也能价值投资吗? / 287

14. 炒股关键靠运气? / 289

15. 庄家吃肉我喝汤? / 290

附录一 基本面分析指标图解 / 292

附录二 基本面季度跟踪分析指标图解 / 320

后 记 / 342

一、基本面分析“五大效应”

证券市场发展十多年,以前大家都是在炒,大部分参与炒作的人都像这个“炒”字本身一样,最后的结果是火气越来越大,资金越来越少。2003年以后,大家才开始认识到在“炒”的时候要看这个公司值不值,理性投资也逐渐为市场所接受。但很多投资者转向理智和冷静时,才发现对公司基本面和价值分析不得其门。最近做了一份调查,只有5%的散户知道毛利率这个财务指标,而75%的投资者都以上市公司每股收益作为判断上市公司基本面好坏的依据。但实际上,每股收益恰恰是可以着力包装的指标。散户投资者往往是买了“粉饰业绩”而实际基本面很差的公司,进而被深套,银广夏与蓝田就是最典型的例子。基本面对公司股价意味着什么?分析基本面能带来什么好处?基本面分析到底该如何着手?我们将从基本面效应入手向投资者详细介绍在这个市场中生存和盈利必须具备的一些基础知识和技能。

1. 效应一:基本面决定股价中长期趋势

所谓“基本面决定股价的中长期趋势”。即基本面好的公司,股价中长期变化趋势将是向上的。2004年我曾经出过一份音像讲座,就叫《十招搞定基本面》。现在我们回头再来看其中的一些优质公司当时的基本面状况和这三年来的股价表现。

首先来看万科。万科在2003年主营收入即达到60亿元。在当时很多房

地产行业公司在为生存而努力的时候,万科已在全国各地储备了大量的土地和项目,公司的毛利率和销售收入均大幅高于行业平均水平,是房地产行业当之无愧的龙头,具有优良的基本面(见图 1.1)。

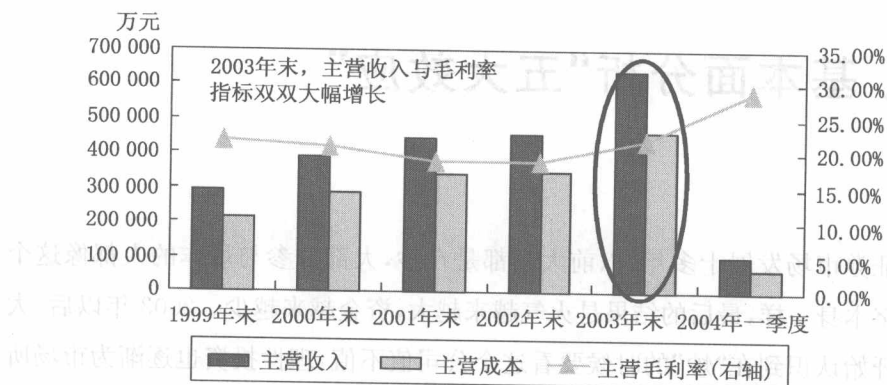


图 1.1 万科 A(000002)1999 年至 2004 年一季度主营收入及成本

图 1.1 是万科 1999 年到 2004 年一季度的主营收入成本及毛利率变化的趋势,其中柱状图对应看左轴的数据。如万科 2003 年末的主营收入在 65 亿元左右,折线图看右轴的数据,如万科 2003 年末的毛利率在 22% 左右。2003 年末和 2002 年相比,万科的主营收入及毛利率都表现出大幅上升的趋势。如果在 2004 年一季度买入并持有万科到 2007 年 6 月(见图 1.2),三年的时间,不算股改时的权

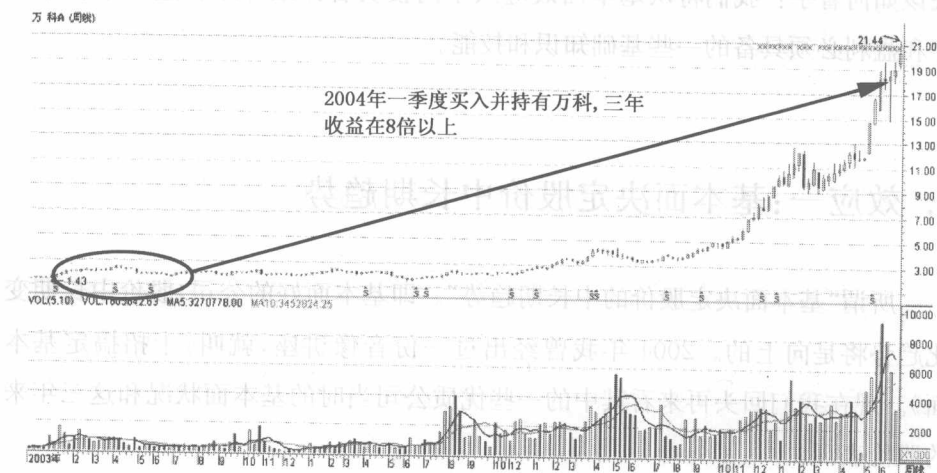


图 1.2 万科 A(000002)2003 年 12 月到 2007 年 6 月周 K 线

证收益,已经获利8倍以上(为体现基本面变化的趋势,本书图表周期一般采用五年或八个季度,图表的解读模式均按上述万科收入及毛利率的解读模式,作者注)。

其次来回顾上海机场。2004年一季度发掘上海机场是由于看到公司主营收入持续高增长(见图1.3):

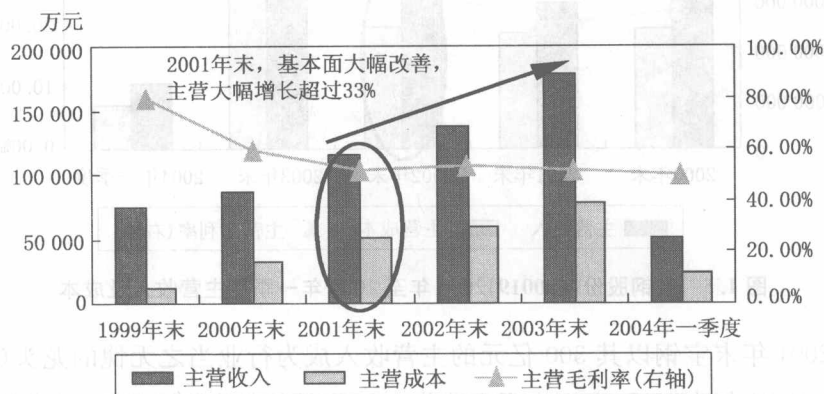


图 1.3 上海机场(600009)1999年至2004年一季度主营收入及成本

上海机场多年来稳居国内机场客货运输前列,是机场行业中当之无愧的龙头公司,公司持续保持垄断经营和高速发展。2001年末,上海机场收入大幅增长,显示公司进入快速成长期。而此后的三年,上海机场高速增长的趋势并没有改变,显示出公司的优良质地(见图1.4)。



图 1.4 上海机场(600009)2001年12月到2007年6月周K线

接下来看宝钢股份：

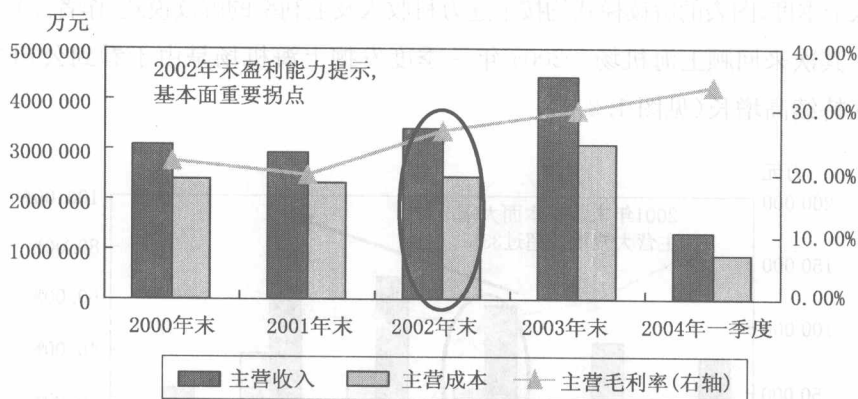


图 1.5 宝钢股份(600019)2000 年至 2004 年一季度主营收入及成本

2001 年末宝钢以其 300 亿元的主营收入成为行业当之无愧的龙头(见图 1.5)。2001 年末以后,宝钢出现主营收入与毛利率齐升的好现象,说明公司产品销售和价格均出现上涨,表明基本面发生实质性好转。在 2003 年初的“五朵金花”行情中,宝钢成为行情的“领头羊”,宝钢的价值发掘也第一次展现了 QFII 的价值视角和市场影响力。而之后宝钢在 2003 年、2004 年保持主营收入持续大幅增长。从 2006 年二季度开始,随钢铁产品的触底反弹,其毛利率进一步上升,股价大幅攀升(见图 1.6)。

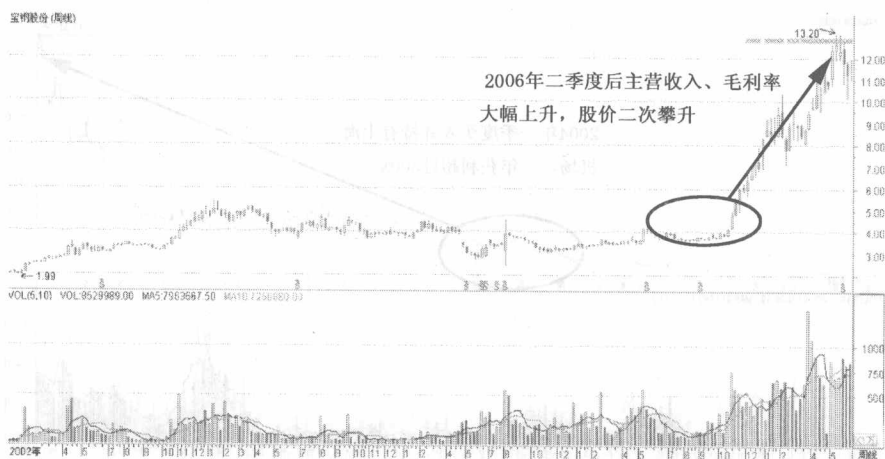


图 1.6 宝钢股份(600019)2002 年 12 月到 2007 年 6 月周 K 线