

周亚力 著

投资研究



59

中国科学文化出版社

投资研究

周亚力 著

中国科学文化出版社

全国高协组织教材研究与编写委员会
学术专著审定委员会成员名单

主 任：顾明远
副主任：李恒光 田玉敏
委 员：曲廷清 金志伟 于建福 刘复兴
孙维杰 赵世平 周大明 崔东云

投 资 研 究

周亚力 著

出版发行：中国科学文化出版社
排 版：新天地文印中心
印 刷：新颖印务有限公司
开 本：850mm×1168mm 1/32
印 张：7.5
字 数：193 千字
版 次：2003 年 7 月第 1 版
书 号：ISBN 962-8467-26-3/G · 216
定 价：17.80 元

版权所有 翻印必究

主要参考文献

1. 布鲁斯.C.N.格林威尔(美)等著,李瑶光等译:价值投资——从格雷厄姆到巴菲特;机械工业出版社,2002
2. 唐.R.汉森(美)等著,王光远等译:管理会计;北京大学出版社,2000
3. 许晓峰:筹资与投资分析;社会科学文化出版社,1998
4. 黄正新:投资通论;中山大学出版社,1999
5. 王瑶琪:投资项目评估;中国金融出版社,2001
6. 陈修年等:投资项目评估理论与实务;中国科学技术出版社,1996
7. 冯丽霞:企业财务分析业绩评价;湖南人民出版社,2001
8. 周惠珍:投资项目评估;东北财经大学出版社,1999
9. 扬义群:投资理财的新型理论、方法与实务;清华大学出版社,2002
10. 刘红忠:中国对外直接投资的实证研究及国际比较;复旦大学出版社,2001
11. 扬华初:创业投资理论与应用;科学出版社,2002
12. 张永衡:风险投资和产权制度;经济科学出版社,2002
13. 芮明杰:投资项目经济评价;复旦大学出版社,1997
14. 吴联生:上市公司会计报告研究;东北财经大学出版社,2001
15. 列维(美)著,任准秀等译:投资学;北京大学出版社,2000
16. 辜胜阻:政府与风险投资;民主与建设出版社,2001
17. 武冠卓:深沪股市公司分析;广州出版社,1997
18. 扬志:企业风险投资;企业管理出版社,2001
19. 文远:企业会计报表与投资价值分析;中信出版社,1997
20. 何树平:高技术产业与风险投资;西南财经大学出版社,2000

21. 成思危：进一步推动风险事业的发展；民主与建设出版社，1999
22. 张明：投资项目评估与工程项目管理；中国物价出版社，2001
23. 汪康懋：汪氏模型—寻找值得投资的公司；上海财经大学出版社，2002
24. 张景安：技术创新与风险投资；中国金融出版社，2000
25. 刘晨辉：现代企业投资理论；武汉测绘科技大学出版社，1998
26. 王维才：投资项目可行性分析与项目管理；冶金工业出版社，2000
27. 唐翰岫：风险投资决策；山东人民出版社，2002
28. 冈珀斯，P.A（美）等著，宋晓东等译：风险投资周期；经济科学出版社，2002
29. 扬华峰：投资项目经济评价；中国经济出版社，1994
30. 余绪缨：管理会计；中国财政经济出版社，1999
31. 周亚力：新编管理会计教程；立信会计出版社，2001
32. 凯恩斯：就业、利息和货币通论；商务印书馆，1996
33. 马克思：资本论；第1~3卷；人民出版社，1975
34. 徐文通：投资知识百科全书；中国金融出版社，1992
35. 上海证券报及证券时报：2000年~2003年4月
36. Robert S.Kaplan, Anthony A.Atkinson: Advanced Management Accounting, Prentice- Hall, Inc, 1998
37. Peter L.Bernstein, Aswath Damodaran: Investment Management, John Willey&Sons, 1999
38. Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J.Marcus: Investment, Fourth Edition, The Mc Graw-Hill Companies, Inc.1999
39. Willian F.Sharpe, Gordon J.Alexander, Jeffrey V.Bailey: Investment, Fifth Edition, Prentice-Hall, Inc, 1995
40. Haim Levy, Marshall Sarnat: Capital Investment and Financial Dicionsions, Fifth Edition, Prentice-Hall, Inc, 1994

前 言

撰写一本有关投资方面著作的想法已经酝酿了多年。三年前，笔者在香港一会计师行工作研修期间，强烈感受到投资在经济生活中扮演的角色。公司为扩张而寻求投资机会，富裕的人们为使财富增值而各显神通，即使是平民百姓也为了迅速致富在绞尽脑汁。领域广泛的投资（也包含投机）使社会生活更丰富多彩。期间，正是香港创业板推出、实施阶段，创业板的初步成功更吸引了本人对于风险投资的兴趣。为此，利用香港完善的图书馆系统，笔者涉猎了大量投资方面的书籍，从而使自己对投资问题的认识更进一步得到深化。

投资有成功，也有失败。有些人把投资的失败简单归咎于自己的运气不好，故当今社会也不乏为求财而烧香拜佛者。诚然，生活中有运气因素存在，但这是不可控的，对于任何人来说都无能为力。作为投资者，重要的是应当尽可能少考虑侥幸的运气因素，而树立正确的投资理念，化不利为有利，化劣势为优势。尽管在投资中不可能做到百战不殆，但增加成功机会还是能够实实在在做到的。

在经济生活中，能够投资的渠道多不胜数，但是投资的技巧、知识和理念是基本相通的。本书是从价值投资而非投机的角度来研究问题的，因而具有广泛的适用性。从所研究的几个方面看，也可以说是当今投资的主流。如对于企业来说经常面对的是项目投资问题，而股票投资则是各个层面的投资者所关注的，近年来兴起的风险投资则有别于同样存在较大风险的股票投资，其投资操作具有一定的特殊性。

本书着重于投资价值分析，因此研究的是能够衡量内在价

值的一系列方法和手段，而与内在价值无关的一些投资方法与技巧本书则不予述及（如侧重于短线投机的股票投资技术分析）。尽管西方有一句谚语：“一项良好的投资即是一次成功的投机”，但是无论是投资的目的、投资的时间、所承受的风险还是价值衡量的尺度方面，投资和投机都存在极大的差异。笔者以为，一个成功的投资者重要的是拥有正确的投资理念和专业的投资知识。

由于笔者的水平所限，书中肯定存在不足甚至错误之处，真诚希望读者批评指正。

作者

2003年4月于杭州商学院

目 录

前 言	1
第一篇 投资概论	1
1.1 投资的概念与分类	1
1.2 投资的基本特点	8
1.3 投机与投资	11
第二篇 项目投资研究	15
2.1 项目投资概述	15
2.2 投资项目的企业财务评价	19
2.3 投资项目的国民经济评价	66
2.4 投资项目的环境影响评价	83
第三篇 股票投资研究	93
3.1 宏观环境分析	93
3.2 行业分析	101
3.3 上市公司财务报告分析	120
3.4 股票投资决策	141
第四篇 风险投资研究	153
4.1 风险投资概述	153
4.2 风险投资的风险因素分析	171
4.3 风险投资的风险评价	175

4.4 风险投资的退出机制	178
第五篇 投资实例研究	191
5.1 XX 旅游大厦可行性分析	191
5.2 韶钢松山股份有限公司投资价值分析	206
5.3 TD 生物制品有限公司风险投资价值的 模糊综合评价	224
主要参考文献	231

第一篇 投资概论

“投资”一词的使用频率在现代社会极高，无论是国家的建设还是企业的发展，或是居民剩余资金的安排都离不开“投资”二字。一个成功的投资者，除了本钱与机会外，必须具备基本的投资理念与专业的投资知识。

1.1 投资的概念与分类

一、投资的概念

所谓投资，就是投资主体为获取未来收益或经营、实施某项事业，预先垫付货币或其他资源，以形成资产的经济行为。简言之，投资就是投入某种资源，获得某种资产及收益的过程。

显然，这里是广义的投资概念，其内涵包括：

第一，投资的目的是为了“获取未来收益”或“经营、实施某项事业”。未来收益即可以是投资的资产收益、价差收益，也可以是其他非经济的个人和社会效益。事业可以是经济的，也可以是非经济的。

第二，投资获取“某种资产”，是实现目的的手段。“某种资产”可以是有形资产，也可无形资产如人力资产等。只有先获得“某种资产”，才能最终“获取未来收益”或“经营、实施某项事业”。

第三，投资的前提是预付，要预先垫付或投入“货币或其他

资源”的投资品。投资是以人力、物力和财力的投入为先决条件的。

第四，投资既可指资源或经济要素的投入，又可指投资主体“形成资产的经济行为”。

投资是一个动态的概念。它既受到历史背景、经济水平、经济体制等诸多方面的制约，又随着社会经济的发展而发展，随着人们投资实践的丰富而丰富。投资范畴是社会经济历史发展到一定阶段上才产生的，但随着社会的不断发展和进步，人们所依赖的生产与生活的资产只会越来越丰富多彩，投资范畴的内涵与外延也会不断扩大。

（一）西方学者对投资概念的论述

“投资”一词的出现至少有 200 年左右的历史，近现代的经济学家作几乎都涉及这一范畴，特别是 20 世纪以来，中外学者对其解释多不胜数，见仁见智，众说纷纭。

经济学意义上的投资即生产资本、资产的形成或增加。马克思在《资本论》中反复提到“投资”一词：“投资，即货币转化为生产资本”。显然，马克思所说的投资主要是指 $G-W$ ，即货币转化为生产资本或其他生产要素。这里的生产资本主要是指实物资本，包括固定资本和流动资本。《资本论》中的“投资”在不少地方也是作动词用，即将“货币”、“价值”或“资本”“投入”生产或流通领域的过程。

凯恩斯在其最有影响的《就业、利息和货币通论》一书中指出：“所谓本期投资，一定等于资本设备（由于本期生产活动）在本期中之价值增益”。“净投资，换言之，即资本设备之价值之净增益”。“我们对购买房产，购买机器或购买一批制成品或半制成品，都一样称为投资。一般来说，所谓新投资（以别于再投资），是指从所得之中，购买一件资本资产”。“投资之意义，既包括一切资本设备之增益，不论所增者固定资本、运用资本或流动资本”。

现代意义上的投资，除了有形资产即固定资产与流动资产的

投资外，还包括人力资本和无形资产的投资。约翰·伊物韦尔等人主编的《新帕尔格雷夫经济学大辞典》对“投资”一词作了较为详尽的描述，“投资”就是资本形成——获得或创造用于生产的资源。资本主义经济中非常注重在有形资本——建筑、设备和存贷方面的企业投资。但是政府、非营利公共团体、家庭也进行投资，它不但包括有形资本，而且包括人力资本和无形资本的获得。

“投资”一词在国外常常是指金融投资，在西方社会通常是指为获取利润而投资的股票和公司债券来实现。所以，在西方国家，以“投资学”为名的教科书或通俗读本，一般都是介绍如何计算股票和债券的投资机会。萨缪尔森在其《经济学》中指出“必须注意：对于经济学者而言，投资的意义总是实际的资本形成——增加存货的生产，或新工厂、房屋和工具的生产。对于一般人而言，投资的意义仅仅是购买几张通用汽车公司的股票，购买街角的地基或开立储蓄存款的户头。”

对投资的概念还有一般性的解释。《简明不列颠百科全书》认为：“投资是指在一定时期内期望未来能产生收益而将收入变换为资产的过程。”

（二）我国学者对投资概念的研究历程

我国理论界对“投资”范畴的认识经历了几个明显不同的阶段。

80年代以前，由于长期以来所实行的计划经济体制对经济生活各个方面的重重束缚和对经典作家有关论述的片面理解，人们对“投资”现象的认识局限于国家计划投资的范畴之内。这个时期投资学研究的主要对象是基本建设投资。基本建设，是指以扩大生产能力（或工程效益）为主要目的的工程建设及有关工作，主要包括：建筑安装工程；设备、工具和器具的购置；其他基本建设工作，如勘察设计、科研实验等。原苏联的固定资产投资一般称为基本建设投资，我国计划经济也以此为模式，并且以政府为唯一的投资主体。

从 80 年代以后，理论界把投资学的研究范围从基本建设投资扩大到固定资产投资领域，并开始注意对流动资产投资问题的研究。人们在实践中逐渐认识到，在技术进步的前提下，随着内涵扩大再生产的增大，企业的更新改造也越来越重要。同时，全民所有制单位中在一些按照国家规定不纳入基本建设和更新计划管理的其他投入，如简易建筑、零星实物资产的建造和购置等也占了企业投入资金的部分。据此，不少学者开始认识到固定资产投资，不仅包括基本建设，还应把更新改造和其他固定资产投资，不论建立新企业，还是更新改造现有企业，都必须配套投入流动资金，如储备资金、生产资金、产成品资金和货币资金等。因此，流动资产投资理应构成投资的一个重要内容。另外，在这个阶段，随着企业放权让利改革的力度加大，人们对投资主体的认识也发生了根本性转变，认为企业与政府一样，也是重要的投资主体之一。如邵以智于 1988 年主编的《社会主义投资管理》一书，分别论述了宏观投资管理、中观投资管理和微观投资管理，其中的微观投资主要是指企业、事业单位的投资。

但在 90 年代之前，我国对“投资”一词的理解大多局限于固定资产投资。90 年代以后，对投资主体和投资范围的认识有了深入。1992 年田椿生、张仲敏、王加春对“投资”一词是这样描述的：在社会主义条件下，表述投资应当包括投资主体、手段、目的和行为过程四个方面的内容。投资主体包括企业、个人和直接从事投资的政府。由周道炯主编的《当代中国经济大辞库》则认为：“投资，是指一定经济主体（法人和自然人）为形成资产而投入资金（资本）或经济要素以获取收益的经济活动。这里的经济主体，是形形色色的法人和自然人；在商品经济社会中表现为公司、企业、集团、事业单位、政府、资本家、地产商、家庭个人及外国厂商等。”这时人们开始意识到个人也是投资主体之一，只是所占比重较小。同时意识到投资不仅包括直接投资（将资金直接投入投资项目，形成固定资产和流动资产的投资），也包括间

接投资（通过购买证券如股票、债券等进行的投资，它形成证券金融资产）。这种投资观目前在中国投资学界占主导地位。

进入 90 年代中后期，随着市场经济改革的不断深入，金融市场逐步完善，邮票、钱币、贵金属、艺术品等稀有资产投资市场相继兴起，在投资品种逐渐丰富的基础上，一个以百姓大众投资主体的投资新趋势已逐步形成。随之，投资的概念也需要进一步丰富和拓展。

20 世纪末的另一个显著特点是经过传统的农业经济时代、工业经济时代，人类已经悄然迎来了“知识经济”新时代的曙光。以数字化、网络化和信息技术革命为标志的知识经济时代的到来，给我国产业的发展带来了新的机遇和挑战，企业投资战略模式将面临重大的转变：由资本、劳动、技术等知识资源的投入与产出为主。这种转变为智能、信息、技术等知识资源的投入与产出为主。这种转变的必要性是由知识经济的特点所决定的，从而使投资的内涵和外延进一步丰富和发展，风险投资悄然兴起。

二、投资的分类和内容

投资是一个多层次、多侧面、多角度的，内容极其丰富的概念，因而可按许多方式进行归纳与分类。

（一）实物投资与金融投资

1. 实物投资。实物投资就是投资主体为获取未来收益或经营某项事业，预先垫付货币或其他资源，以形成实物资产的经济行为。可分为稀有资产投资、固定资产投资和流动资产投资。

（1）稀有资产投资。就是投资主体为获取预期收益，预先垫付货币以形成稀缺性资产的经济行为。稀有资产包括贵金属、宝石、文物古董、书画、邮票和其他艺术品。稀有资产投资可分为经营性投资和收藏性投资，前者侧重于经济效益，后者侧重于艺术修养；但通常的稀有资产投资是二者兼顾。

稀有资产投资是一种分门别类的，专业性、技术性很强的大

众投资方式；其知识较为分散，且操作性、实用性很强。现阶段我国理论界对稀有资产投资的理论抽象与研究尚处于起步阶段。

（2）固定资产投资。是建造和购置机器、设备、厂房、工具等劳动资料以及生活、办公、城市公用等设施的经济行为。

固定资产投资按经济用途不同，可以分为生产性投资与非生产性投资两部分。生产性投资是指直接用于物质生产或直接为物质生产服务的投资；非生产性投资是指非直接用于物质生产或非直接为物质生产服务的投资。生产性投资与非生产性投资的关系是“骨头”和“肉”的关系。

固定资产投资按投资行为主体不同，可分为全民所有制单位投资、城乡集体所有制单位投资和城乡居民个人投资，以上三者又合称为全社会固定资产投资。

其中全民所有制单位固定资产投资又分为基本建设、更新改造和其他固定资产投资三部分。

（3）流动资产投资。是经济主体（企业或个人）以获得未来收益为目的，预先垫付于劳动对象、工资和其他费用方面的货币，以经营某项事业的经济行为。

固定资产投资与流动资产投资既是实物投资，也可称为实业投资，它既是宏观经济学研究的对象，也是微观企业投资效益评价的重要方面。

2. 金融投资。金融投资是投资主体为获取预期收益，预先垫付货币形成金融资产，并以此获取投资或者投机收益的经济行为。

金融投资包括股票投资、债券投资、期货投资等有偿证券的投资。

个人在银行储蓄的行为也是一种金融投资，其获得的存款凭证也是一种有偿证券，能获得一定的未来收益。

（二）直接投资与间接投资

从广义上说，投资于实物资产（固定资产、流动资产和稀有资产等）为直接投资；投资于金融资产，包括银行和金融机构储

蓄，购买股票、债券等有价证券为间接投资。就投资于金融资产而言，投资于银行储蓄、金融机构债券及各种投资基金为间接投资；而从证券市场上直接购买股票、企业债券等有效证券为直接投资。

（三）短期投资与长期投资

一般来说，投资周期在一年以下的投资为短期投资，一年以上的为长期投资。严格来说，一至五年或七年为中期投资，五或七年以上的投资才是真正意义上的长期投资。选择短期投资还是长期投资，是很重要的事，它直接涉及投资者的收益、资金周转速度及机会成本等问题。一般来说，短期投资相对于长期投资来说收益率相对低些，如投资于短期国库券（一年以下）比投资于长期债券收益要低些。但短期投资风险相对小些，资金周转快，也许会从再投资中获取新的收益。进行短期投资还是长期投资，一般是由投资者的投资偏好决定的。另外，长期投资和短期投资是可以转化的。购买股票是一种长期投资，无偿还期，但股票持有者可以在二级市场进行短线操作，卖出股票，这又是短期投资。

（四）固定收入投资与非固定收入投资

进行证券投资，其目的是获取收入。证券种类繁多，其投资性质、期限各有不同，收入高低和支付方式也不同。一般来说可分为两类，即固定收入投资和非固定收入投资。固定收入投资，是指该种证券预先规定应得的收入，用百分比表示，按期支付，在整个证券投资期限内不变。非固定收入投资是指证券的投资收入不预先规定，收入不固定。债券和优先股的收入都是预先规定的，而普通股的收入则是不固定的。一般地说，固定收入投资风险小，但收益也小；非固定收入投资风险大，但收益高。

（五）其他分类

投资概念还可以从投资主体、手段、目的和行为过程等方面进行分类。

按投资主体划分，有大众投资或个人投资、企业投资、政府

投资和外国投资。其中大众投资与企业投资合称为民间投资，与政府投资相对应。

按投资的空间划分，可以分为地区投资、国内投资、国外投资。

按投资的产业划分，可以有第一产业投资、第二产业投资、第三产业投资等。

按投资动作划分，可以有消费投资、生产投资、建设投资、其中按项目的建设性质划分，又可分为新建、扩建、改建与迁建等投资。

按投资效果划分，可以有无效投资与有效投资，可以有显效投资与隐效投资，也可分为近效投资与远效投资。

按投资的形式划分，可以分为货币投资，以及物品、土地、劳动力、知识产权、债权、股权等投资。

按投资的范围划分，可以分为狭义投资、中义投资与广义投资。狭义投资仅为证券投资或实物投资；中义投资是指证券投资与实业投资，在西方与国际统计资料中，常采用中义投资分项列举；而广义投资则涵盖了上述列举的全部投资之范围。

1.2 投资的基本特点

投资的基本特点可概括为预付性、时差性、收益性和风险性等等。

一、预付性

预付性即投资主体为获得预期收益而预先投入一定量资源的特性。马克思在《资本论》中明确指出：“资本家投在工资上的资本是按不同的期限预付的。”马克思在这里指出了投在劳动力上