

长牛市，



获利百倍的价值投资法则

改变炒法

程超泽 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

长牛市， 改变炒法

获利百倍的价值投资法则

程超泽 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

长牛市,改变炒法:获利百倍的价值投资法则/程超泽著. —北京:北京大学出版社,2007. 1

ISBN 978-7-301-11373-8

I. 长… II. 程… III. 证券投资—研究—中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 151271 号

书 名: 长牛市, 改变炒法——获利百倍的价值投资法则

著作责任者: 程超泽 著

责任编辑: 虞正逸

标准书号: ISBN 978-7-301-11373-8/F · 1530

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672

编辑部 82893506 出版部 62754962

电子邮箱: tbcbooks@vip.163.com

印刷者: 三河市欣欣印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

787 毫米 × 1092 毫米 16 开本 17 印张 210 千字

2007 年 1 月第 1 版第 2 次印刷

定 价: 45.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010 - 62752024; 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

序

迎接伟大的投资时代

中国股市自 2001 年以来，伴随着以亿安科技为代表的庄股概念的破灭，进入到一个痛苦的不断挤泡沫的裂变过程之中。然而从 2003 年 9 月开始，中国内地在香港上市的 H 股率先大幅上扬，有的 H 股（如青岛啤酒）的价格第一次超过了中国内地的 A 股同一股票价格。至此，H 股的上扬封杀了内地 A 股已经下跌了两年多的空间，沪深两地 A 股市场进入到一个价值投资区域。到 2006 年，中国股票市场和香港股票市场第一次出现了全面联袂上扬的格局，中国正在迎来一个全新的机会投资时代。

从世界各国的发展看，当一个地区的人均国民收入在 1000 美元时，表现为资本的净流入；在 2000 美元时，表现为资本的流入和流出；而在 2000 美元以上时，则表现为资本的净流出。如今，在上海、浙江等一些富裕省份，人均收入都已超过 4000 美元，这些资本一定要寻找出路，即使不在国内寻找投资机会，它们也会流向其他国家和地区。这种状况颇像当年的日本，资本大量涌动，寻找投资的机会。国内著名的 TCL 集团在海外不断投资设厂就是一个典型的例子，因为资本是趋利性的，对于那些

积极寻求更大利基的 smart money(聪明之钱)来说,没有什么能够挡住它们前进的步伐。

由于看好中国经济长期向好的趋势,国际资本逐利中国是可以想见的。当全球投资热点都盯住中国的时候,有着 1200 多家上市公司的中国资本市场又怎么能说没有投资机会呢?如果说以前上市公司因为中国资本市场还很不完善而存在体制扭曲、信誉缺失、投机现象严重等问题,那么,2004 年年初发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(简称“国九条”),肯定了中国资本市场在资源优化配置上的有效性,指明了中国资本市场的未来发展方向,提出了“加强资本市场基础建设,建立健全资本市场发展的各项制度,切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益,营造资本市场稳定和健康发展的良好环境”的明确要求,为日后中国股市的健康发展奠定了政策基础。

我们同时还关注到以下一个事实,即 2000 年中国国内直接融资占社会总融资的比例为 12.6%,2001 年为 8%,2002 年为 4.7%,2003 年为 2.5%,国内直接资本融资比重连年下滑。与美国直接融资比重平均为 33%相比,中国国内资本市场有巨大的发展空间。如果中国能够较好地解决风险企业的融资需求,将银行的资金压力释放到资本市场这样一个风险市场中,国内资本市场的机会将是不言而喻的。

在中国,资本项目下共包括 40 多个子项目,实际上有 20 多个项目已经对外开放,按照中国加入世贸组织的承诺,剩下的 20 多个项目,最早于 2005 年、最晚不迟于 2007 年也将陆续对外开放。中国在加入世界贸易组织后,管制的资本项目正在逐步减少,继允许合格境外投资者(QFII)投资中国资本市场后,下一步要做的就是实施 QDII^①。最近,中国

^① QDII,即合格境内机构投资者,它是与 QFII(合格境外机构投资者)相对应的一种投资机制。是指在资本项目未完全开放的情况下,允许政府所认可的境内金融投资机构到境外资本市场投资。

已允许社保基金到海外投资上市,实际上已经迈出了 QDII 的第一步。随着中国各资本项目的陆续开放,特别是 QFII 大举进入中国资本市场,以及全球对人民币升值的预期,投资者对中国股市绝对看好,中国股市正在迎来一波波澜壮阔的超级增长。显然,预测中国股票市场的最高点是困难的,但 2001 年年中上海证券交易所综合指数所达到的历史性高点(2245 点)会被突破是毫无疑问的。

从市盈率^①看,目前美国道指平均市盈率为 21 倍,标准普尔 500 平均市盈率 24 倍;美国 GDP 年增长只有 2%~3%,而且它的经济增长还充满着各种不确定性。中国未来 10 年的经济增长,我们保守的估计至少也在 8% 以上的年增长率。按照经济学理论,如果身处两个不同国家的两个相类似的企业,由于经济增长速度大相径庭,增长率高的企业市盈率理应高于增长率低的企业。中国如今的经济增长速度是美国的 3 倍,中国股票市场的合理市盈率理应高于美国股市的市盈率。然而,中国国内的许多人士对此存在误解,甚至一些据说是精于市场投资分析的分析师也出现诸如此类的低级错误,常动辄把中国市盈率拿来和美国做简单对比。比较的结论是中国股票市场的市盈率不能高于美国,似乎高于美国,中国股票市场的灾难就要降临了。

从经济格局看,中国自加入 WTO 后,正在纳入全球统一的大市场中。沃尔玛、家乐福等一些世界级连锁巨头正在紧锣密鼓地抢占中国市场,行业兼并重组如火如荼,行业集中度在加强,最后势必形成几家巨大

^① 股票的市盈率指每股市价除以每股盈利,通常作为股票孰贱孰贵的指标。市盈率把企业的股价与其创造财富的能力联系起来。每股盈利的计算方法,是该企业在过去 12 个月的净收入除以已发行的总股数。假设某股票的市价为 24 元,而过去 12 个月的每股盈利为 3 元,则市盈率为 $24 \div 3 = 8$ 。该股票被视为有 8 倍的市盈率,即每付出 8 元可分享 1 元的盈利。投资者计算市盈率,主要用来比较不同股票的内在价值。理论上,股票的市盈率越低,代表投资者能够以较低的价格购入股票以取得回报,越值得投资。比较不同国家、不同行业、不同时段市盈率高低是不大可靠的,而比较同类股票的市盈率较有实用价值。

的、最有规模、最有效率的巨无霸龙头企业,并成为行业的领袖。对中国各行业的龙头企业如国美、海尔等来说,随着国内区域壁垒的拆除,同样面临着极大的发展机遇。它们的成长不但表现为行业的自然增长,而且还表现为市场占有率上的极大提高。在上市公司青岛啤酒身上,我们已经看到了美国 AB 公司 1960 年时的身影。1960 年,AB 公司在美国市场的占有率约 10%,经过 40 年的发展,2002 年,AB 公司在美国市场的占有率已达到 49%。而青岛啤酒目前在中国市场的占有率为 12.5%,它的发展潜力巨大,且前景一片大好。

更重要的是,像青岛啤酒这类龙头企业,我们更看好其未来利润率上的提高。由于中国目前还存在地区市场分割和地方保护主义现象,青岛啤酒的营业费用和销售费用占总收入的比重过大,分别为 8%和 16%,造成青啤净利润极低,仅为 3%。而 AB 公司这两者之和才 16%。可以想见,在未来,当中国的啤酒行业消除地区壁垒之后,像青啤这样的龙头企业将不再需要维持如此高昂的营业费用和销售费用,那么,它的净利润率也会因此而大幅上升。

青岛啤酒绝不是个案,它是当今中国一批龙头企业的代表。未来几年,随着以“上证 50”为代表的一批龙头企业的利润增长,且远远高于 GDP 的增长,这将为这一波大牛市的发展打下坚实的基础。

从海外资本市场看,当人民币未来开始第一个 10%的升值时,全球资本会像潮水般地蜂拥而入中国,人们接着又会预期下一个 10%的升值。而赚钱效应又将诱发更多的全球资本被吸引到中国的资本市场中来。更进一步看,当美元区投资者投资于人民币资产的证券市场后,由于他们有币值升值部分的补偿,他们在股票市场里也因此可以接受比本国股市更高的市盈率,这将是未来推高中国股票市场市盈率的又一重要力量。当然,还有一个理由就是在牛市市道里,当赚钱效应引发疯狂的时候,人们将不再计较市盈率的高低。日本股票市场平均市盈率曾在疯狂的时候达到过 60 倍,而中国股票市场的市盈率将会如何疯狂,我们至今

不敢猜测。

今天的中国经济面临着和日本 1985 年非常相似的景况。1985 年，日本经过战后几十年黄金发展期，各个产业的竞争力非常强，贸易顺差达 470 亿美元。美国联手其他经济发达国家，向日本施压，要求日元升值，这就是著名的“广场协议”。随后，美元从 1985 年对日元 1:260 升到上世纪 90 年代中期最高达 1:80，上升了 3 倍。在日元升值的强大预期下，全球资本都涌向日本，日经指数从 1985 年的 7600 点升至 1990 年最高 39000 点，升了 5 倍。日本的地产价格也升至历史最高位，甚至东京的地产总值超过了全美国的地产总值。难怪那时有一阵子，从日本国内传出有人要收购整个美国的狂妄叫嚣。

中国自 1978 年实行改革开放以来，经过 20 多年的高速增长，综合国力得到了空前提高，未来人民币将成为继美元、欧元、日元后全世界第四大硬通货，人民币资本崛起势不可挡。对一个美元区的投资者来说，如果 2006 年他将 1 亿美元换成人民币投入中国资本市场，即使假设存入银行没有利息或资本本身不升值，4 年后，假设人民币升值 1 倍，他卖掉人民币资产换回美元，那么以美元计，每年的复合回报率也仍有 10.5%。同美国 30 年期国债 5% 的收益率相比，回报要高出一倍。更重要的是，人民币升值是一个确定的事件，对这一确定的事件进行投资，潜在的风险要比 30 年期美国国债要小很多。

如果假设中国是一家上市公司，1995 年人民币对美元 1:8.27，当年中国 GDP 总值为 57733 亿元人民币，从美元角度衡量，11 年前中国经济的总规模还只是一个创业板公司，系统及政策风险都颇大。但经过这么多年的发展，“中国”这家上市公司已今非昔比，2005 年 GDP 总值达到 24000 亿美元，排列世界第四。中国无论在经济总量、综合实力和外汇储备规模上都已名列世界前茅。可是，人民币的汇率还维持在一个较高的水平上，2005 年 7 月 1 日，中国央行放开人民币对美元的浮动幅度，到 2006 年也只是 3% 的升幅。因此，对外资而言，这是一个价值被大大低

估的蓝筹股。

换一种角度看，沃尔玛和微软两家上市公司的总市值为 5000 多亿美元，折合人民币 4 万多亿（作者著书时的数据—编者注），接近中国沪深两地 1200 多家上市公司的总市值。也就是说，美国仅两家上市公司就可以买下整个中国的上市公司。这岂不很荒谬！其实，这里的言外之意就是，在资产被严重低估的时候，所谓的市盈率还重要吗？正是看到这一严重被低估的事实，以巴菲特、索罗斯为代表的海外资本操盘精英重仓投入中国资本市场就不足为奇了。“拥有中国资产，分享中国成长果实”，将是未来一二十年华尔街谈论的主题。

我们注意到，2002 年中国吸引外资的数量在历史上首次超过美国，占全球第一位（570 亿美元）。自 2001 年以来中国的外汇储备增加得很快，到 2006 年第三季度，外汇储备已突破一万亿美元，排在世界第一。这五年增加的外汇储备，相当于前 10 年外汇储备总和的 3.57 倍。可见，全球资本正在寻求各种方式，大幅度快速地进入中国市场。中国资产是一种很好的投资选择。

由于有了日本的前车之鉴，中国政府已经认识到货币急速升值对一个国家经济发展的破坏力极大，并且采取了相应的措施。况且中国目前对美国出口仅占整个出口总值的 21%，因此，我们赞同中国政府目前的做法，坚持人民币汇率稳定的方针，同时吸引更多的海外产业资本进入中国，全面增强各行业竞争力。但在中央政府坚持稳定人民币汇率时，它同时又将遇到一些新的挑战。中国人民银行行长周小川显然已经意识到了这种挑战，他曾指出，要警惕通货膨胀。我们预计，从现在起，随着中国经济的持续高速发展，中国通货膨胀的趋势也会加剧。全球资本进入中国市场追逐有限的商品，将会引起通货膨胀急剧升温。另外，中国的出口竞争力正在日益增强，它在向全世界输出更多商品的同时，也带来了自身的贸易保护主义问题。因此，对中国政府来说，这似乎是一个两难选择：要么人民币升值，失业率上升，竞争力下降；要么接受通货膨胀，以及

更多的贸易摩擦。但我们有理由相信,中国政府最终会走中间路线,接受人民币升值但升值缓慢的方式,同时又忍受轻微的通货膨胀。对证券市场来说,人民币升值及通货膨胀将是人们思考未来资产配置及证券选择的两大前提,那些能抵御通货侵蚀的上市公司将是未来几年的大赢家。

中国资产到底是一种怎样的概念?如果说对 A、B、H 股的投资都只是一种方式,那么当前投资哪个市场、什么样的公司,能分享到中国经济高速增长成果呢?目前来讲,中国资产指的是公司主营在中国内地、收入主要为人民币的公司。按此定义,显然目前的 A 股、B 股、H 股都属于中国资产概念。投入这样的公司,从整个市场角度看,能够分享到整个中国经济高速增长带来的成果,相对而言,我们更看好各个行业的龙头企业。

由于香港和内地股票市场将同步进入一轮较长时期的大牛市,因此,选择行业龙头企业、在未来的 30 年时间内还能存在、值得长期投资的公司,其风险当然就小。优秀的公司是值得长期投资的。瑞银作为首家进入中国资本市场的外资公司,于 2003 年首次公开的买进 5 只股票的名单就很经典,很具代表性。用他们的投资理念来说,不会因为价格已经有 2003 年年末到 2004 年年初的那段时期的大幅上扬就不去投资这些股票了,因为如果这个企业后市还有 200% 以上的获利增长空间,他们又怎么会介意眼前的一点涨升呢?我们可以看到,汇丰在过去 30 年里涨了几十倍,和黄涨了上百倍,因此真正好的公司是值得投资者长期反复投资的。

在过去几十年里,当很多人读完可口可乐的年报后,总是感叹自己怎么就没有像巴菲特一样及早发现这么优秀的公司。可是,当你现在还不关注那些在中国各行业的龙头企业,几十年后,你恐怕也会像那些读可口可乐年报的人一样叹息自己错过了一次赚取几十倍利润的机会。如同我们前面所说的,中国的企业虽然目前同全球的跨国巨型企业相比还只是小级别企业,但我们有充分的理由相信:若干年后,从这些企业里一定会崛起一批像沃尔玛、可口可乐这样的巨型企业。

当然,我们这里说的主要是从企业角度而不是从交易角度看股票。我们认为,当前股票市场上还时常有人倡导选择小盘股,这是由于旧的投资理念的存续影响。我们这样说并不是说对小盘股不可以关注,关键还是小盘股所在公司的运营风险太大,未来能够存活下来的概率不高,加上容易被兼并重组,即便暂时存活下来也将面临能否永续存活挑战。在我们心目中,完美的投资当然是:其风险级别相当于债券一样保险,成长级别又相当于高科技股。我们深知,一旦投资出现失误,损失的将不仅仅是金钱,更多的是机会成本。

我们可以把投资类型细分为三种:第一种,高风险与低回报;第二种,风险与回报对称(有效市场理论信奉的那种);第三种,低风险与高回报,这是投资者永远在寻找的投资机遇。这就要求我们平时做好功课,开阔自己的视野,并准备好头寸随时待命。在大多数时候,我们就像一头伏于丛林里静等猎物出现的猎豹,当市场因各种原因出现有利的重大转机时,我们会全力出击。从这个角度看,我们真的不太喜欢牛市,而更喜欢熊市。因为在牛市猛烈上涨中寻觅低估的股票其实是一件很难的事,但在熊市中却有大把大把鲜有人问津的好股票。

我们通常采取的是巴菲特投资企业的策略,在投资前也像巴菲特一样对所投资的企业小心求证。我们会事先做足功课,进行调查研究,分析报表。例如,在投资上海医药这只当今中国医药商业航空母舰时,我们会经常有意识地在华氏大药房驻足看进出人流量;投资宁沪高速时,会专门去高速公路观察车的流量。总之,在每一次重要投资决策形成前,我们一定会问自己,今天如果将头寸投入在某只股票上,我们是否会高枕无忧。由于每一次投资行为需耗费大量的精力,所以我们投资的股票一般数目不会很多,有的可能持有几年都不换手。钻石级的投资机遇永远是稀缺的,一旦拥有,绝不轻言放弃。

抛弃技术分析,专注公司质地进行投资这样一种投资的策略看来已到了成气候的时候了。证券市场每日价格的波动对我们来说已没有意

义,市场只不过是大众各种心理的随机反映。市场的二八现象,即永远有80%投资者亏损的法则说明,成功的投资者永远不是大众的一分子。我们不是先知,无法预测未来的股指,指数的底和顶只有上帝才知道。唯其如此,才应抛弃指数分析和量价分析,也不用个股图形作为判断投资的依据。所谓图形只是工具,只是大众心理对公司每日看法的图表化。从历史曲线试图引申出未来走势,那是一件多么荒唐的事!但我们赞成基本面分析,在分析中寻找在不同行业里能在未来10年、20年、30年中存活下来,并且有较高成功确定性的企业。

现在人们对中国经济的高速增长已有了比较统一的认识,但对中国经济增长认识的高度还远远不够。如果2010年中国的GDP达到18万亿人民币(据国家发改委最新预计,2006年的GDP达到20万亿人民币—编者注),则在中国领土上不出现跨国公司巨头是不可想象的。中国日益改善的法制环境也为这些跨国公司巨头的横空出世提供了可能。同时,本土企业也具备了成为巨头的素质,本土企业可以发挥本土文化融合性强和成本低的优势,从而迅速发展和崛起。对投资者来说,要看到这样一个大的发展趋势,从中国经济增长、生产力比较优势中挖掘出未来可能成为国际巨头公司的本土企业。如中兴通讯,它有非常清晰的主业,无论是领导层还是管理团队都很优秀;过去三年里其股票价格又下调很深;而三年里它的国内销售额却从40亿上升到160亿人民币,海外销售额从3亿上升到10亿美元。通常认为,中国高科技企业在做到20亿销售规模后很难再有增长,但中兴、华为、UT等一些企业在突破了20亿后仍在增长,说明它们已具备了很强的国际竞争力。因此,现在正是最好的投资机会。

一些投资者可能因所投资的上市公司的股票出现短期调整而忽略其长期增长趋势,这是一种短视的目光。未来十年将是中国上市公司发展的黄金时代。这是一个伟大的历史进程,不要把目光停留在短期收益率上,要有长期发展观和对这个巨变时代的前瞻性之见。中国经过20多年的改革开放,企业家这一职业阶层正在形成。过去20多年来经受的各种

考验和面临的各种困难已使得这些本土企业成熟起来，成长得更加健康。也许在未来的10年、20年里，我们可能还要不断地调整对中国经济发展的预期，现在的预期可能是过于保守了。我们认为，2010年中国GDP可以占到全球的15%甚至更高。在股市方面，中国证券市场将面临史无前例的机遇，并将改变以前的盈利模式，新的模式就是价值投资。

我们生活在一个进行着深刻变革的国家，处在一个伟大的投资时代，我们的任务就是要寻找中国最优秀的公司，能给我们带来最大利润的公司。以前我们不敢说这样的公司有很多，现在可以说已经有很多了，更主要的是要挖掘正处于萌芽状态的成长型企业。我们深信，如果手中拥有这些发展潜力巨大的公司股票，坚持数年，甚至10年20年，我们的财富将会随着这些企业的高速增长而达到傲人的地步。因此，从某种意义上说，我们与其说是证券分析家，不如说是企业投资家。

如果我们上述的假设应验的话，那么现在正是投资中国资产的历史性时机。集中投资于最优秀的几家企业，一旦买入，便遵循集中投资、长期持有的策略。我们相信，风险的控制不在于投资目标的分散程度，而取决于投资目标的真正内在价值。只有那些对自己在做什么都不清楚的投资者才需要多元化的投资战略。所以我们不会频繁交易，高昂的交易成本将是长期投资的敌人。我们钟爱投资，因为我们遵循自己的理念，注重投资过程，享受长期的成果。等到一二十年后，当我们再次回头看，一定会发现，我们的投资正好处于中国新一轮经济增长周期的开始和股市长牛的起点，我们的投资策略是多么的英明和富有远见。

程超泽

2006年12月

目录

序 迎接伟大的投资时代 //1

第一章 现代投资理论的兴起 / 1

追随价值投资之父——格雷厄姆 / 3

报酬与风险并存 / 5

风险 β 系数 / 7

市场有效率吗 / 10

现代投资理论的一个异类 / 11

价值投资理论的崛起 / 16

第二章 价值投资法则 / 17

价值投资的几种评估法 / 20

价值投资原则 / 22

印证价值投资法 / 32

多头市场里价值法则有用吗 / 46

第三章 巴菲特学派的形成 / 49

凯恩斯鲜为人知的一面 / 53

在家乡的合伙公司里 / 56

巴菲特的最佳搭档 / 64

著名的“水杉基金”的由来 / 66

将资金和操作权全交给他 / 69

旷世杰作：伯克希尔·哈撒韦公司 / 72

第四章 巴菲特价值投资法 / 77

- 巴菲特投资简史 / 79
- 分散多样的投资策略 / 86
- 一个全新的投资理念 / 89
- 集中持股原则 / 91
- 耐心持有,长线投资 / 97

第五章 价值投资理念的争议 / 101

- 巴菲特的评估体系 / 105
- 成绩与持续性无关 / 110
- 价值会在股价上得到反映 / 112
- 巴菲特的“总体盈余”法 / 114
- 持股低周转率 / 116
- 选股的真实价值 / 121
- 铁律:投资获利高于资金成本 / 124
- 把自己当作是公司大股东 / 128
- 价值投资还是增长投资 / 131
- 寻找新的市场专利权 / 137
- 因应时代的思考模式 / 141

第六章 价值投资的数学应用 / 143

- 巴菲特的桥牌情结 / 145
- 巴菲特的主观概率评估 / 149
- 与凯利模型的不谋而合 / 155
- 小概率事件的保险投资 / 159
- 大赌一把的时机到来了 / 161
- 学会用数字思考 / 166

第七章 股市投资心理学 / 167

- 不理性的市场 / 170
- 不理性循环模型 / 177
- 市场信息不对称现象 / 181
- 投资人的最大敌人是自己 / 184
- 投资思考中的非理性 / 189
- 股市中的米蒂效应 / 196
- 学习大师的心理行为 / 199

第八章 预测市场无效 / 203

- 预测不可信 / 205
- 公司的预测能力不比别人强 / 212
- 一大堆预测失败的例证 / 215
- 古典经济理论的藩篱 / 218
- 爱尔·法罗难题 / 220
- 投资股市的创新模式 / 225
- 市场的不可测性 / 229

第九章 做一个价值投资高手 / 233

- 投资人的投资守则 / 236
- 价值投资谨记 / 243
- 投资和投机的界限 / 244
- 学习典范的价值投资学派 / 248

后记 用价值投资理念跑赢股市 / 251

参考书目 / 255

第一章
现代投资理论的兴起