

舵手证券图书  
www.zqbooks.com

# 公司基本面 分析实务

——把握能把握的机会

地震出版社

# 公司基本面分析实务

## ——把握能把握的机会

中能兴业 著

地震出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

公司基本面分析实务:把握能把握的机会 / 中能兴业著.

—北京:地震出版社,2012.3

ISBN 978-7-5028-3946-8

I. ①公… II. ①北… III. ①上市公司-证券投资-基本知识-中国

IV. ①F279.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第218405号

**地震版** XM2403

**公司基本面分析实务——把握能把握的机会**

中能兴业 著

责任编辑:刘素剑

责任校对:孔景宽

---

出版发行:地震出版社

北京民族学院南路9号

邮编:100081

发行部:68423031 68467993

传真:88421706

门市部:68467991

传真:68467991

总编室:68462709 68423029

传真:68455221

证券图书事业部:68426052 68470332

网址:<http://www.dzpress.com.cn>

经销:全国各地新华书店

印刷:三河市鑫利来印装有限公司

---

版(印)次:2012年3月第一版 2012年3月第一次印刷

开本:787×1092 1/16

字数:230千字

印张:13.75

书号:ISBN 978-7-5028-3946-8/F(4615)

定价:35.00元

**版权所有 翻印必究**

(图书出现印装问题,本社负责调换)

本书献给  
本杰明·格雷厄姆及其巨著《证券分析》

我人生最成功的事情就是选对了自己心中的英雄，我的灵感都来自于格雷厄姆。

——沃伦·巴菲特

# 序

## ——将基本面分析进行到底

在我看来，晦涩难懂的公式、计算机程序或者股票和市场的价格行为闪现出的信号，不会导致投资成功。相反，通过把良好的企业判断，与将他的思想和行为同旋绕在市场中的极易传染的情绪隔绝开来的能力相结合，一个投资者却可以取得成功。

——《巴菲特致股东的信》第二章 公司财务与投资

投资天生就是一个成者为王败者为寇的行当，而当掺杂进时间因素后，即便是成败都很难判断。是随波逐流的趋势投资，还是坚定的秉承基本面投资的原则，这在很大程度上已经超越了逻辑上的严密推理，进而成为一种价值取向。很多人投资的潜在假设是自己总比别人聪明，因为只有这样才能在这个零和游戏中有所作为。虽然并不觉得在智商上矮人一头，但我们仍然不敢以此为立命之本。

更重要的是，如果将所有的投资者看成一个整体，资本市场上的投资和实业界的投资并没有多大区别，只有被投资的企业创造了财富，股东的财富才有可能增加，否则只可能是投资者之间的财富分配而已。因此只有关注企业价值，关注企业价值创造的过程，进而投资于那些真正创造价值的企业，才能真正实现社会财富的积累和投资价值的实现。以基本面为基础的投资分析，不仅是我们相信的对于那些没有内幕消息也无力操纵市场的人来说，能够也是唯一能够长期持续赚取收益的投资方式，同时更是中能兴业公司的价值观，是我们这个公司存在的终极意义。

公司的第一本专著《价值评估方法与技术》是在2006年出版的。该书主要定位为专业投资分析人员的入门教材，侧重于各种基本估值方法的介绍，除了全部基于国内会计准则外，对于各种方法在A股市场上的具体运用等实践问题都少有论述。5年前的中能兴业公司还不具备讨论上述问题的认识和能力。现在又有5年的时间过去了，对于我们来说，这又是一个研发驱动的5

## 公司基本面分析实务

年，期间发表的各类公司价值分析类文章已经超过了 100 篇，本书便是对这 5 年研究成果的阶段性的总结。

不过即便如此，将这些成果总结为一本《公司基本面分析实务》的专著还是让我们倍感压力。这种压力并不是来自书店里汗牛充栋的投资类书籍的挑战，此类书籍中既有真知灼见又有实践指导意义的实在是少之又少，压力更多地源于对我们自身能力的认知。上述 100 篇文章的绝大部分内容都还主要停留在基本面分析方法的具体运用细节上，尤其是财务细节上，这些都还不足以直接指导投资实践。其中还有一个重要环节没有解决，那就是这些方法与现实中各个行业及企业具体特征的紧密结合，即以这些方法为指导的各个行业及企业的具体分析逻辑。该环节是投资分析中的最后一击，也是基本面投资者真正施展拳脚的舞台。这一环节将是中能兴业公司下一个 5 年的核心研发重点。

但我们还是鼓足勇气将本书出版，一方面并不能因为最后一跳的不具备而否定第二跳的价值，对于基本面投资者来说，本书的内容应该已经能够提供一些帮助，至少是能提供一些抛砖引玉的作用。而且，虽然无法涉及本书所讨论范畴内的所有细节，但本书基本上系统地整理了基本面投资方法的共性问题，而有关具体行业和公司的个性问题则更需要投资者自身的努力。另一方面，我们也要在这个浮躁的市场上呐喊两声，为那些仍然，或许任何时候都将是小众的基本面投资者助威鼓气，同时也为基本面投资正名。

在 2003 年中能兴业公司以探寻企业内在价值为宗旨而成立时，价值投资一词当时还很少被人提及。时过境迁，如今满天飞的都是价值投资。为了能和这个广泛流行但又普遍曲解的概念有所区别，我们使用“基本面投资”一词，即以企业基本面所彰显的内在价值为依据的投资行为。在这种投资方式下，基本面不是电视股评中一次趋势分析的参考因素，更不是一个忽悠的噱头，而是最重要的，同时也是唯一重要的投资判断依据。

这种投资方式的大师毫无疑问当属巴菲特。生活在一个有榜样的时代无疑是幸福的，所有的基本面投资者都应该为此而感到庆幸，也正是他将许多人引领上了价值投资的道路，他对投资理念的阐释也被奉为基本面投资的经典。但遗憾的是，巴菲特留给我们的多为高度抽象的理念。一方面这些理念并不能直接指导具体的投资行为；另一方面这些理念也常常被误解和滥用。什么是优秀的企业，什么是合理的价格，在很多人脑子里其实有着截然不同的概念和标准。投资对于巴菲特而言已经达到了出神入化的艺术境界。但对于任何一个理智的基本面投资者来说，在想学会飞之前最好先学会走，否则只可能生活在自己臆想的价值投资的海市蜃楼之中。那些将巴菲特的投资哲

学演绎成无数教条、张口闭口价值投资的很多人，实际上对基本面分析的实践操作没有任何概念。

在我们看来，格雷厄姆的《证券分析》在投资实践方面比起那些叶公好龙式的理念宣讲要现实无数倍，也有用无数倍。先格雷厄姆而后巴菲特才是基本面投资道路的不二法则。这本在 70 多年前诞生的巨著仍不失为当今基本面投资者的入门教材。一方面，《证券分析》的很多结论，甚至是对会计记录的分析细节，当前仍然具有现实意义；另一方面，也是更重要的，《证券分析》告诉我们，投资是一项踏踏实实的，以严密逻辑分析为基础的工作。巴菲特的理念如果缺失了这样的基础，那就成了无本之木、空中楼阁。本书无论从研究还是实践的深度上都无法望《证券分析》之项背，但我们希望它能成为《证券分析》的核心思想与 A 股市场当前实际的部分结合，从而为 A 股市场中的基本面投资者熟悉基本面分析方法提供有益的帮助。

对于专注于基本面分析的投资者来说最痛苦的事情莫过于两类：第一类是没有基本面的相关信息，所谓巧妇难为无米之炊；第二类是虽有基本面分析的相关信息，但这些信息杂乱地散落在为数庞杂的垃圾信息中，需要消耗大量的时间和精力加以挑拣和规整，才能得出有效判断。在这方面我们也在继续努力。从 2003 年公司成立之时 ValueTool 基本面分析平台的开发工作就已经展开。当前以上市公司历史财务数据为基础、以基本面分析和估值为核心功能的《ValueTool A 股上市公司数据手册(电子版)》已经正式上线并向用户开放。以公司经营指标及相关分析为核心的新一代 ValueTool 基本面分析平台正在不断完善中，我们相信这些都能成为基本面分析的一柄利器。

在本书的出版之际特别感谢瑞银证券研究主管黄燕铭先生在这些年中给予我们无私的帮助，感谢万家基金研究总监高上先生、民族证券研究所所长武赠祥先生、东海证券研究所所长朱戎先生等给予我们的宝贵信任，以及广大的基本面投资者通过电话、邮件等方式给予我们的巨大支持。感谢《证券市场周刊》常务副主编高翔先生对本书出版提供的帮助，如果不是他力促我们在《证券市场周刊》开设基本面分析专栏，也就不会有本书的绝大部分内容。

基本面分析是艰苦的。但实在不知道这个世界上是否存在不经过艰苦努力就能获得巨大成功的事情。艰苦至少还是可以克服的，只要目标是现实的，道路是正确的，艰苦点儿又有什么可惧怕的呢？如果真的轻而易举反而很不正常。就让艰苦成为动力——让我们把基本面分析进行到底。

对于本书的读者，我们假定你已经对财务以及估值方法的基础知识有所了解，这些方面的基础性内容我们将不再做过多阐述。因此对于初入此道的新手，请先补充相关的基础知识。本书的部分案例及数据分析时间较为靠前，

## 公司基本面分析实务

由于本书的目的更在于梳理逻辑，且精力有限，因此上述案例及数据都未进行补充更新，请读者见谅。

北京中能兴业投资咨询有限公司业务总监 郑伟征

2011年6月



# 目 录

序——将基本面分析进行到底 .....	1
第一章 基本面价值与基本面投资 .....	1
第一节 把握能把握的机会 .....	3
第二节 艰苦的行程 .....	11
第三节 财务模型的重要性 .....	19
第二章 现金为王 .....	25
第一节 价值就是自由的现金 .....	27
第二节 再投资风险 .....	41
第三节 现金流异化 .....	50
第三章 重视资产负债表 .....	61
第一节 先有资产才有利润 .....	63
第二节 掺水与缩水 .....	74
第三节 杠杆的秘密 .....	85
第四章 探寻持续盈利能力 .....	101
第一节 持续的才是重要的 .....	103
第二节 一切从回报率开始 .....	114
第三节 增长率幻觉 .....	124
第五章 警惕指标变异 .....	139
第一节 真实收益 .....	141
第二节 会计玄机 .....	153
第三节 财务比率失真 .....	162
第六章 估值方法万变不离其宗 .....	177
第一节 不同的形式相同的本质 .....	179
第二节 行业粗算估值法 .....	189
第三节 常见估值方法误用 .....	202
案例索引 .....	214
参考书目 .....	217

# 第一章

## 基本面价值与基本面投资

在投资的时候,我们把自己看成是企业分析师,而不是市场分析师,也不是宏观经济分析师,更不是证券分析师……最终,我们的经济命运将取决于我们拥有的企业的经济命运,无论我们的所有权是部分的还是全部的。

——《巴菲特致股东的信》第二章 公司财务与投资



## 第一节 把握能把握的机会

有讽刺意味的是，当“愚笨的”钱认识到其局限性时，就变得聪明了。

——《巴菲特致股东的信》第二章 公司财务与投资

当人们在股票市场进行投资时，极为方便的流动性容易使人产生幻觉，即投资的本质就是“低价买入和高价卖出”。从股价那诱惑性的波动来看，似乎每一个低点到高点的距离都意味着丰厚的收益。于是人们每天都乐此不疲地打探可能影响这些波动的各种原因，以试图抓住每一个机会。

但低买高卖只是表象或者说结果，问题的关键在于如何实现低买高卖。事实上这些机会中的绝大部分都只能从事后来判断，作为众多不同类型投资者参与的综合结果，股票的绝大部分波动都很难找到确切的原因。虽然每次股价震荡后都有所谓的专家阐明原因，或曰周边市场、或曰宏观经济、或曰流动性、或曰基本面，但这些专家们从来没有在事前做出过精准判断。对于这个兼具狂躁症和抑郁症特点的资本市场，至少从现有的历史记录来看，还没有人能通过什么手段摸透其情绪的变化。因此在这个猜测趋势的博傻游戏中，谁也没有真正高人一筹的智慧，真正持续赚取高额回报的，或许只有那些获得内幕消息的人，以不正当的方式操纵股价的人，以及那些以建议别人投资为生的人。

在我们看来，判断股票的所有波动或者绝大部分波动是一个不可能完成的任务。但这些波动中的一小类却可以通过审慎的分析被把握。那就是股票的价格必然会逐渐趋向于其内在价值，即其作为一项生意而拥有的价值。这种把握实际上并不是对波动的把握，而本质上是对企业作为生意而拥有的内在价值的把握。基本面投资只是以这一价值为基准进行投资，然后静待上述

## 公司基本面分析实务

波动的来临。因此，把握波动的诀窍恰恰在于忘记波动，并抵制市场波动所带来的巨大诱惑，从实业投资的角度来对待股票投资。正如巴菲特所说，对于市场先生：

你会发现他的钱袋而不是他的智慧用处更大。如果某一天他表现得愚蠢至极，那么你可以随意忽略他或者利用他，但如果你受到他的影响，那就会大难临头。实际上，如果你不能确定你远比市场先生更了解而且更能估价你的企业，那么你就不能参加这场游戏，就像他们在打牌时说的那样，“如果你不能玩上 30 分钟，而不知道谁是替死鬼，那么你就是替死鬼。”

——《巴菲特致股东的信》第二章 公司财务与投资

### 基本面价值是可以把握的

由于基本面价值是指企业作为一项投资本身而具有的价值，这是由企业未来创造收益的能力所决定。因此当我们将目标锁定在基本面价值的时候，我们的研究对象必然是企业，而不是股票。这一视角的转变使投资分析所关注的范围大大缩小，除了影响企业未来实际运营的重要因素外，其他所有对股票价格波动产生作用的因素都被排除在分析之外。

同时更为重要的是，企业作为一项生意，它是可以被理解的，无法被任何人理解的生意也不可能在现实中存在。这种理解包括这项生意赚取收益的逻辑、生意的运营方式，以及影响这些生意的重要因素等。所有这些内容都是在人们的常识以及知识范围以内的。同时，从这个世界上出现企业开始，人们对企业的分析活动就从没有停止过，大量的实践以及从这些实践中所总结和提炼出的各种方法已经相当丰富和完备，并指导人们对企业内在价值进行合理的评估和判断。正是由于将证券分析限制在一个可以被理解的较小范围以内，才使得投资者对公司基本面价值的把握成为可能。

#### 案例：万科(000002)的基本面投资分析

2008 年底，万科的股价收盘于 6.5 元 / 股，其年度最低收盘价曾经达到

5.16 元 / 股。股价正经历着股票市场情绪变化和房地产市场宏观调控的双重压力，按照 6.5 元 / 股的年度收盘价计算，公司的股票市值约为 709 亿元，加上公司的全部负债 800 亿元，公司全部资产的总市值约为 1510 亿元。仔细阅读万科的年报，2008 年年底万科已获取的规划中项目建筑面积为 2281 万平方米，此时公司还拥有近 200 亿现金，这样的资产对应这样的市值意味着每平方米建筑面积对应的价格为 5759 元 / 平米。如果我们对中国的房地产市场不至于过度悲观，就可以明确判断此时股价已经较公司内在价值明显低估，因为即便是万科的清算价值也不至如此。更何况这是一家有着良好的公司治理记录的中国房地产行业的绝对龙头企业。

事实上，万科的股价在日后的两年间始终高于这一水平，其最高收盘价曾达到 14.5 元 / 股。因此用基本面投资的思维很难想象和理解，在 2007 年 8 月，有 95 家机构投资者以 31.53 元 / 股参与万科增发，当时股票的市场价格为 34.79 元 / 股，以 2007 年 EPS 计算相当于 50 倍 PE。而当万科股价跌至 5.16 元 / 股，相当于除权前的 8.26 元 / 股、上述增发价格的 26% 时，却无人问津。

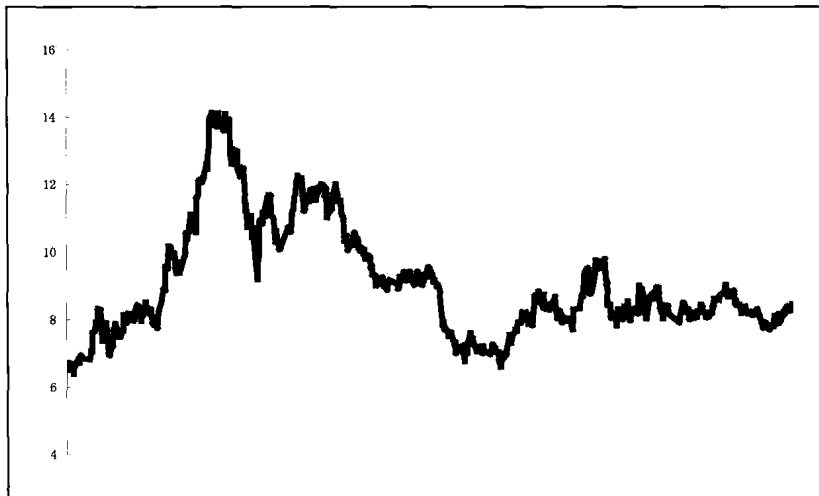


图 1-1 2008 年年底以来万科股价走势图

(注：为前复权股价)

基本面投资的可把握性带来的重要意义是可积累性。这种积累集中体现于对

## 公司基本面分析实务

基本面分析方法的理解和对具体企业及行业的洞察，所有这些都将使投资者越来越容易接近对具体投资标的内在价值的合理判断。如果只是针对某一次投资，积累的重要性并不显著，但如果将投资贯穿一生，并将投资回报而不是赌博式的感官刺激作为终极目标，积累性就是这一目标的最重要保障。这也就不难理解为什么股神巴菲特的自传会以《滚雪球》为名了——“人生就像滚雪球，最重要的是发现很湿的雪和很长的坡。”其中“很长的坡”便是对积累重要性的描述，否则在牛市中获得的所谓巨额利润必将在熊市中丧失殆尽，甚至血本无归。正如格雷厄姆所说：

尽管上一轮牛市和熊市的规模和持续时间都是史无前例的，但是从本质上看，投机者在这一段时期内的经历与在从前的市场周期中的经历并无区别。无论从其他角度来观察，这一段时期显得有多么的特殊，但从投机者的立场来看，华尔街倒是应了那句法国格言“万变不离其宗”。巨大的利润变成惨痛的亏损；新的理论在建立之后又被推翻；紧随着人们的喜悦而来的却是绝望；所有的一切都与历史上曾发生过的轮回是如此一致。

——《证券分析》导言 近期金融历史对投资者与投机者的意义

## 基本面投资的范围

当然，基本面投资也不是绝对的和万能的，投资者必须对基本面分析的适用范围有清晰的了解。由于资产的价值总是取决于其未来创造收益的能力，因此影响基本面价值判断的一个重要因素就是对企业未来绩效的预测。而这一方面既是投资的诱人之处，同时也是一项无法完全克服的难题。因此格雷厄姆说：

证券分析面临这样一个问题：证券分析究竟能够在多大程度上预测未来的条件变化……未来的发展大部分是不可预测的，而证券分析的假设前提是：历史记录最起码可以用来粗略地指出未来的发展方向。对这个前提的怀疑越大，那么分析的价值也就越低。

——《证券分析》第一章 证券分析的范围和局限，内在价值的概念

在格雷厄姆看来，对于“如何研判一家企业的发展前景”，“鲜有真正有价值的内容可言”，因此在他看来，历史记录是最重要甚至是唯一重要的企业内在价值的判断依据。对于这一点巴菲特已经做出了修正，包括成长性在内的企业发展前景等因素也被部分地纳入到估值影响之中。但是，无论将何种因素纳入到评估过程之中，它都不应超越人的基本认识和理性判断所能触及的范围，都应基于坚实的事实基础。正如格雷厄姆所说：

分析的含义是指通过对现有可掌握的事实的认真研究，根据经确认的规律和正确的逻辑做出结论，这是一种科学的方法。

——《证券分析》第一章 证券分析的范围和局限，内在价值的概念

必须强调的是，对于真正的基本面投资者来说，投资判断所依据的不仅是单纯意义上的基本面信息，而是那些几乎确凿的基本面要素。投资者对这些要素在未来的发展必须有着明确和稳健的把握。这一点非常重要，这是区分真正基本面投资与貌似基本面投资间的重要区别。当前有很多出自专业投资机构的研究报告，从内容上看，似乎完全是基本面的要素，而且具有完整的财务预测和估值分析，但实际上这些报告中的绩效假设更多的是出自对这些要素未来发展的臆想，而不是基于坚实事实基础下的明确把握。从表面上看，这些报告似乎全部都是基本面分析，但实际上它对基本面投资的参考价值却少之又少。因此，大概率事件是基本面分析中对支撑估值结果有重要影响的基本面因素的基本要求。格雷厄姆之所以强调历史记录的重要性，更多地也是出自这一原因。虽然将企业未来的影响因素更多地纳入投资的思考范围，但“相信可靠的结果”而不是“企盼伟大的结果”仍是巴菲特投资的基本原则。正如巴菲特所说：

作为公民，我必须强调查理和我欢迎变化，新颖的想法，新式的产品，创新的生产流程和类似的东西使我们国家的生活标准得到提高，那肯定是好的。但是，作为投资者，我们对处在发酵过程中的行业的反应，与我们对太



## 公司基本面分析实务

空探索的态度非常相似，我们会努力鼓掌欢呼，但宁愿跳过这种旅行。

——《巴菲特致股东的信》第二章 公司财务与投资

如今，创业板在中国已经创立超过一年，对于其中的绝大部分企业，不能说没有基本面要素及其影响逻辑，但这些要素的未来发展却无法在人们正常的认知范围内给予明确的把握，因此从基本面分析的角度，对这些公司就很难进行合理估值。对于基本面投资者，更明智的做法或许是远离这些公司而寻找更容易理解和把握的企业，而不是将资金投入到无法理解规则的游戏中去。正如彼得·林奇所说：

最后，我注意到，在我的投资生涯中，我持有的高科技公司股票自始至终一直都是赔钱的，对此我一点也不感到意外。

——《战胜华尔街》第六章 麦哲伦基金选股回忆录：晚期

除创业板外，A股市场上还有不少公司本身就是大股东进行资本腾挪的平台，缺乏持续经营的理念、耐心和能力，公司本身就是一个投机主体。由于资本腾挪，这些公司往往题材和概念丰富，股价变化剧烈，是众多投机者的最爱。但这些公司根本就缺乏基本面分析的价值，真正的基本面投资者，自然需要对其敬而远之。

### 案例：锦龙股份(000712)的资本腾挪

锦龙股份(000712)在2002年之前是一家以牛仔布和自来水为核心业务的上市公司，由于经营不善和行业变化，公司2002年的净利润同比下降47.6%。2002年8月，公司收购同一控制人董事长杨志茂所持有的一家地产公司，从此开始转型房地产开发。

该地产公司的股份转让款为1.5亿元，锦龙股份全部以现金支付，同时承担9000万元的负债。2003年该公司唯一地产项目东山锦轩大厦实现销售收入1.56亿元，净利润4463万元，弥补了传统的纺织和自来水业务双双衰退带来的收入影响，销售收入同比增长47%。但这些只不过是一个腾挪故事