

——价值投资者最正统的实战纲领——

江山◎著

精读本书，胜于滥读100本泛泛的股票书

价值投资

资本的野蛮生长

JIAZHI TOUZI

ZIBEN DE YEMAN SHENGZHANG

一个操盘手的实战感悟
一幅价值无可估量的藏宝图



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

——价值投资者最正统的实战纲领——

精读本书，胜于滥读100本泛泛的股票书

价值投资

资本的野蛮生长

JIAZHI TOUZI

ZIBEN DE YEMAN SHENGZHANG

江山◎著



图书在版编目 (CIP) 数据

价值投资：资本的野蛮生长/江山著. —北京：经济管理出版社，2012.1

ISBN 978-7-5096-1757-1

I. ①价… II. ①江… III. ①股票投资—研究
IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 277111 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：北京银祥印刷厂

经销：新华书店

组稿编辑：勇 生

责任编辑：勇 生 璐 栖

责任印制：杨国强

责任校对：陈 颖

720mm×1000mm/16

13.75 印张 203 千字

2012 年 3 月第 1 版

2012 年 3 月第 1 次印刷

定价：38.00 元

书号：ISBN 978-7-5096-1757-1

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010)68022974 邮编：100836

序

资本之梦

不谋万世者，不足谋一时；不谋全局者，不足谋一域。格局决定未来。

多年以来，征战资本市场的曲折经历让我对这个市场充满尊重和敬畏。但是，对财富和人生价值的追求，支撑我执着地坚持着自己的梦想。经历过成功的喜悦和失败痛苦，我们会更加理性和成熟。我们最终确认了价值投资的信仰。我们坚信，只有科学的信仰能够改变人生，能够实现我们的资本之梦。

价值投资者必须用科学的知识武装自己的头脑。

如果你不能征服市场，那就只能让市场征服你。我们对此认识非常清醒。价值投资者的梦想，必须依附于科学而有效的盈利模式和革命性的实现手段与保障措施。面对残酷的市场，唯有野蛮生长。

价值投资者既不能无视风险，盲目冒进，也不能畏首畏尾，消极右倾。关键时候，要敢于胜利，敢于“亮剑”。

唯有胜利，才有文明，因为文明在我们的信仰之中。

江 山

2011年12月18日

目 录

第一章 价值投资——回归商业本质	1
第一节 股票的本质是商业投资，而不是电脑游戏	1
第二节 投资与投机的区别	21
第三节 投资常识 + 智慧 > 金融知识 × 1000 倍	24
案例：价值投资的代表人物	28
第二章 轻松游戏——玩会财务报表	31
第一节 阅读财务报表的思路和原则（游戏规则说明）	31
第二节 资产负债表	35
第三节 利润表	55
第四节 现金流量表	69
第五节 企业财务报表的其他方面	76
第三章 股票的估值	79
第一节 估值的前提	80
第二节 市净率与有形资产保障率	85
第三节 市盈率与无形资产保障率（股东回报率）	88
第四节 企业分红对估值的影响	105
第五节 无形资产对估值的影响	111
第六节 流通性对股票估值的影响	113



第七节 资产重组对估值的影响	114
第八节 认股权证、可转换债券对股票估值的影响	123
第九节 融资成本和管理对股票估值的影响	126
第四章 超级牛股的选股方法	133
第一节 长在希望的田野上：巨大的市场，卓越的品牌	133
第二节 暴利品质：高毛利率	145
第三节 赢在帝国崛起之前：成长快，股本小	148
第四节 扩张方式：内部融资为主	152
第五节 忠诚而优秀的管理层	154
第六节 稳健的资本结构	170
第七节 高安全边际	172
案例：超级牛股缔造的财富传奇	178
第五章 聪明的交易	183
第一节 投资者与市场波动	183
第二节 集中投资还是分散投资	186
第三节 仓位控制与交易杠杆	187
第四节 投资顾问	189
第六章 滚雪球	201
第一节 财富积累的三维思考体系——复利滚动的的时间价值	201
第二节 转换代价	206
第三节 站在金山上，还要去寻找银山	208
第四节 情绪控制	209
第五节 卖出“瘦狗”，买进“野猫”	211
后 记	214

第一章 价值投资——回归商业本质

本章导读：

有一次，著名幽默大师卓别林化名去参加“模仿卓别林大赛”，结果只得了第二名。卓别林笑称，卓别林还不是自己的最佳模仿者，但自己就是卓别林。当前，真正的价值投资也遭遇了这样的尴尬，被众多“价值投资模仿者”给淹没了。这是因为真正的价值投资实用而直白，而冒牌的价值投资却崇尚于表演和做作，他们更容易抓住投资者的心理弱点——不切实际地希望一夜暴富。投机者和模仿者死了一茬又一茬，而价值投资者却顽强地生存下来，并且财富稳步增长。是时候了，我们必须指出什么是真正的价值投资，以及价值投资的惊人的实战能力。

第一节 股票的本质是商业投资，而不是电脑游戏

一、股票的本质是商业投资

我们从哪里来？我们是谁？我们到哪里去？

——《南十字星下的神迹》

一条在电脑屏幕上蠕动的曲线，曾经引起了亿万中国人的兴趣，他们称



之为股票，这些人也自封为股民。至于这条曲线从哪里爬出来，绝大多数人并不关心，他们只知道，只要这条曲线是向上的，他们就会发财。然而，那近乎癫狂的幻想症和贫瘠的“财商”，最终将他们送上了灵魂扭曲和财产蒸发的不归路。他们从一开始就注定了必输的结局，因为他们几乎没有弄清楚——股票从哪里来？股票是什么？股票将使你何去何从？

股票的历史可以追溯到17世纪初期欧洲的荷兰。当时荷兰海运业非常发达，航海家可以远洋航行去进行殖民或贸易，以获取大量财富。然而，航海的巨大风险也极有可能让舰船倾覆，人财两空。从事航海贸易的商人为了降低自己的风险和扩大运营的规模，就向不从事航海的人筹集资金，并根据筹集资金的比例约定利益分成和风险负担的比例。这些投入资金的人，就成为合伙的股东。两者之间签署的契约就是股票。

（一）股票的本质是什么

股票的本质是商业投资，即我们要投资兴业，把资本投入到企业中去，并通过企业的运营赚钱分红或升值后转让。也就是说，你是企业的老板之一，哪怕是小老板，也是老板。然而，这些古老契约中的权力，我们的股东在失去理智后都丢弃了。人性的懒惰，使他们宁愿简单地赌钱输掉全部家当，也不愿辛苦地去经营和管理（至少要了解和监督）企业，从而实现基业兴隆。

事实上，对于绝大部分中小投资者来说，我们的股票投资是依据自己的创业目标投资于那些比我们更有能力的专业人士，让他们帮我们实现我们的创业目的和最终的收益预期。当然，风险与收益的分配必须要有一定的妥协，才能够达成本本和人才的结合。购买了股票，就表明你认可了他们提出的价格。

资本的使命就是优化资源配置（人才和资源），促进产业良性发展，创造出更好的社会效益和经济效益，也为股东带来丰厚的回报。理论上说，任何企业都会经历成长期、成熟期和衰退期（直至消亡）。股东们总是希望在企业处于成长期的时候介入，然后等待它发展壮大，进入成熟期，为自己带来丰厚回报。之后，就在衰退期退出，又进入另外一家处于成长期的企业之中，周而复始。华尔街有种说法——金钱永不眠！是的，资本在完成使命的

同时，也永远充满着对利润和升值的贪婪。忽视了使命，资本就是魔鬼，只搞破坏；忽视了贪婪，资本就是乖孩子，没有创造力和远大前途。

资本的流动和野蛮生长，取决于它的主人，也就是股东的价值观和智慧。因为资本生长的环境，是一个绝对充满死亡陷阱的恐怖世界。那些认为有钱就能投资的幼稚主儿，最后一定是资本大鳄的美餐。只有用最小的代价取得最大的回报，才是资本弄潮儿的实力见证。中国人从来就不缺乏智慧，从古代的孙子兵法到现代的毛泽东思想，都是非常强大的智慧武器。一旦这些智慧和资本结合，将会创造财富奇迹！

（二）股票将使股东何去何从

自从买入股票（一般是指普通股），你就成了股东——企业的老板之一。你首先当然拥有老板的权利，即投票权、分红权、股权（股票）转让权、优先认股权、剩余资产分配权、控制权等。

1. 投票权

投票权的使用很重要。你可以对有利于自己利益的事情，投赞成票；对不利于自己的事情（比如利益被侵占）说不，投否决票。中小股东虽然没有决定权，但是，如果某种意愿非常坚决且策略得当，企业也会适当退却。现在，上市公司的重大决议都会设置网络投票程序，为了捍卫自己的权利，建议股东们不要忽视，积极参与。

2. 分红权

分红权是股东最喜欢的。这就像农民种田一样，春天的播种和管理，终于迎来了秋季的丰收。股东有权根据自己的股份数量分得应有的红利。当然，前提是你的投资是成功的。

3. 剩余资产分配权

当公司破产或清算时，若公司的资产在偿还欠债后还有剩余，其剩余部分按优先股股东、后普通股股东的顺序进行分配。

4. 股权（股票）转让权

转让权就是将股份兑现。因为股份只能投入不能收回，但可以转让。只

要有其他人愿意以合适的价格接受股份，你就可以转让股份，从而实现间接退出。在一个普通投资者眼中，转让权也就是买卖股票的权利，水很深，有他们永远都探求不完的奥秘。

5. 优先认股权

如果公司需要扩张而增发普通股股票时，现有普通股股东有权按其持股比例，以低于市价的某一特定价格优先购买一定数量的新发行股票，从而保持其对企业所有权的原有比例。

6. 控制权

如果股份足够大，你还可以直接提议案，更换管理层，按照自己的意愿进行企业经营方面的参与和管理。一般持有一家企业的股份在 50% 以上，就能绝对控股一家企业。

除了各种权利，股东还要承担义务，那就是一旦经营失败，你将会遭受损失或破产，除非在此之前你将股票高价转让给一个对股票毫不研究就敢买股票的傻瓜——这种傻瓜遍地都是。这就是老板的宿命——成功的光环背后，也独自承担着风险。

当你再看到电脑上那条蠕动的曲线，你要想想它到底从哪里来，它是什么，它将会给你带来什么。

二、什么是价值投资

价值投资是我们的信仰，有信仰的人才能坚定和果断地行事。有信仰才会让你在面对错综复杂的形势时、面对强大的竞争对手时、面对各种艰苦考验时、面对巨大压力时，以超凡的勇气、坚韧的毅力和过人的智慧，始终如一地奉行着自己的原则。那些“假冒”的价值投资者，自己都说不清楚什么是价值投资，又怎么能够坚持和信仰呢？

价值投资就是对本金和收益都有切实保障的投资。

如果笔者没有猜错，这算是第一次对价值投资正式定义。问题就在于，怎样切实保障自己的本金和收益？答案是：物美、价廉、可兑现三者兼备。

(一) 何为物美

物美是指企业握有硬通货资产，能够抗拒通胀；或者企业产出能力强，效益明显，而且持续盈利能力强。

我们认为企业的价值有两种：一种是基于资源潜力的价值；另一种是基于人才的智慧和能力潜力的价值。最优秀的企业往往集中在拥有核心资源和拥有最巨大人才潜能的企业中，而后的造富神话会更多一些，因为人才的潜能是可以无限挖掘的，而资源总是有限的。现实中，往往是这两者兼而有之。我们指的物美，也就是企业拥有核心资源和拥有核心人才（不要轻易就说一个人是核心人才）。比如，包钢稀土拥有世界储量最大的稀土矿产资源，美国苹果公司拥有最杰出的经营管理天才乔布斯等。

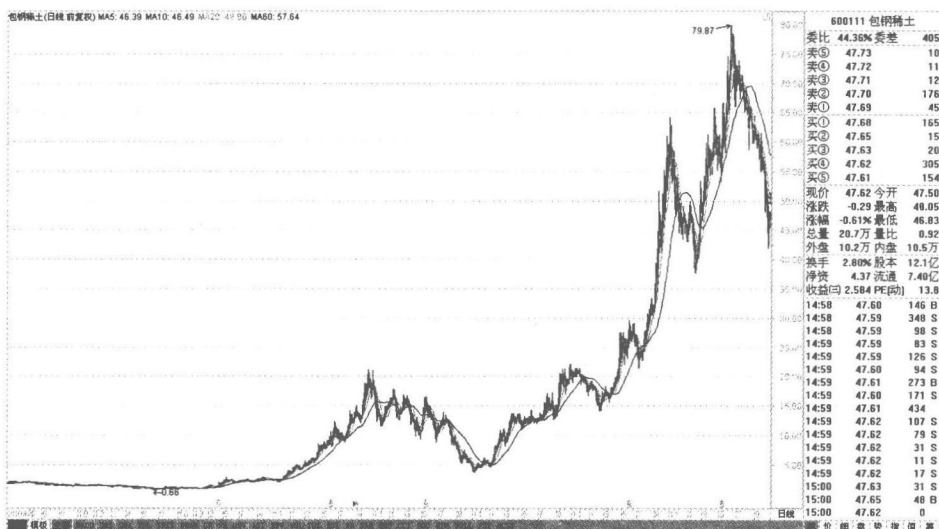


图 1-1 包钢稀土 上市以来累计最大涨幅超过 100 倍

(二) 何为价廉

价廉有三种情况（仅以股票为例）。

一是购买价低于股票账面价值。换句话说，就是把购买价换算成整体购



买企业价格，与企业本身的资产总和进行对比，如果低于企业的资产总和，就是廉价购买。例如，如果一家企业有 1 亿股，每股价格 10 元，而该企业仅拥有的土地价值就已经达到 15 亿元。此时，你的购买价是否廉价呢？你 10 元购进股票，相当于 10 亿元购买了企业，而此时企业仅仅是卖地就价值 15 亿元，即企业的价值必定在 15 亿元以上。你花了 10 亿元购买了价值 15 亿元以上的企业，你的投资升值是可以预见的，只是在时间上存在不确定性。而至于为什么要折算成整体购买企业的价格而不是每股价格与每股价值比较，是有原因的。您会在后续有关估值的章节中得到答案。

二是购买价低于未来若干年的分红累加价值。如果你购买的股价是 10 元，而你可以确定的未来 5 年每年的分红不低于 30%，那么 5 年后，你的每股投资就有 15 元的分红累加，更何况有可能分红会持续下去。这时，你的购买价就是廉价的。这种假设是比较理想的，现实中往往是只能确认一头，要么是确认了时间，不能确认收益额度，要么是确认了短期收益却无法确认持续的时间。正因为如此，才考验价值投资者真正的智慧。

三是购买价低于账面价值与未来若干年分红之和。仍以上例为例，你购买的股价为 10 元，换算成整体购买价为 10 亿元，而未来 5 年，企业的资产至少能保值 80%，即公司价值 8 亿元。同时，该企业每年的分红有 20% 即 2 亿元，5 年内就可以完全收回本钱。由于企业还在，至少值 8 亿元，你只需要转让出去，转让价格就是你的盈利。

（三）何为可兑现

可兑现就是对于资本的退出有可靠的保障措施和条款，投资者能比较顺利地获得本金和收益。这句话看似简单，实则需要各种技能和常识。比如，很多散户喜欢追涨停板，头一天追进后涨停了，开始手舞足蹈；然而，第二天直接跌停，你如果不出来就继续亏，但想出来却没有办法，因为跌停板上排队卖出的人太多，你只能被夹死在跌停板上。这就是典型的本金无保障型做法。

本金和收益的切实保障体现在静态固定因素和动态不固定因素两个

方面。

1. 静态的固定因素

(1) 对赌协议。对赌协议是指如果你购买了企业的股票，没有达到协议规定的目的（比如业绩保证和上市保证等），那么，企业就要按照协议，赔偿你本金和一定的利息。

比如，企业上市之前进行募股，引进战略投资者，开出对赌协议：如果你购买了公司股票，2年内不能上市的话，就按照本金加每年10%的利息支付给你。这些固定的条款决定了，一旦上市，你有可能享受高溢价的本金增值。如果不上市，你还可以安全地回收本金以及获得12%的无风险收益。这样的对赌协议，就会对你的本金产生切实的保障。

普通投资者都有打新股的经历。其实，为什么新股上市一般会溢价上涨，这也是因为大股东的绿鞋机制。“绿鞋”由美国名为波士顿绿鞋制造公司1963年首次公开发行股票（IPO）时率先使用而得名，是超额配售选择权制度的俗称。绿鞋机制主要在市场气氛不佳、对发行结果不乐观或难以预料的情况下使用。目的是防止新股发行上市后股价下跌至发行价或发行价以下，增强参与一级市场认购的投资者的信心，实现新股股价由一级市场向二级市场的平稳过渡（笔者在《新股民快速入门》一书中把打新股列为无风险套利的方式之一，并且教授给大家提高新股中签率技巧，就是基于绿鞋机制的保驾护航）。

在A股市场上，典型的“绿鞋”机制发行新股的是农业银行。农业银行2010年7月6日进行了网上申购，发行价2.68元。由于本次发行采用“绿鞋”机制，即2.68元成为机构的护盘价格，时间为1个月。只要你看一下农业银行上市后的走势，就清楚“绿鞋”机制的作用了（见图1-2）。

(2) 定向、定价、定时确认转让下家。最典型的就股改承诺。一般是承诺股价在一定时间内的最低价或者一定时间内的分红额度。比如，一家企业的股改承诺是最低价不低于8元，低于8元，大股东将会在12个月内以8元收购你的股份。那么，如果你一年内在股价下跌到5元的时候买进，在一年内，你基本可以确认8元的卖出价。那么，你的无风险收益就至少为（8-

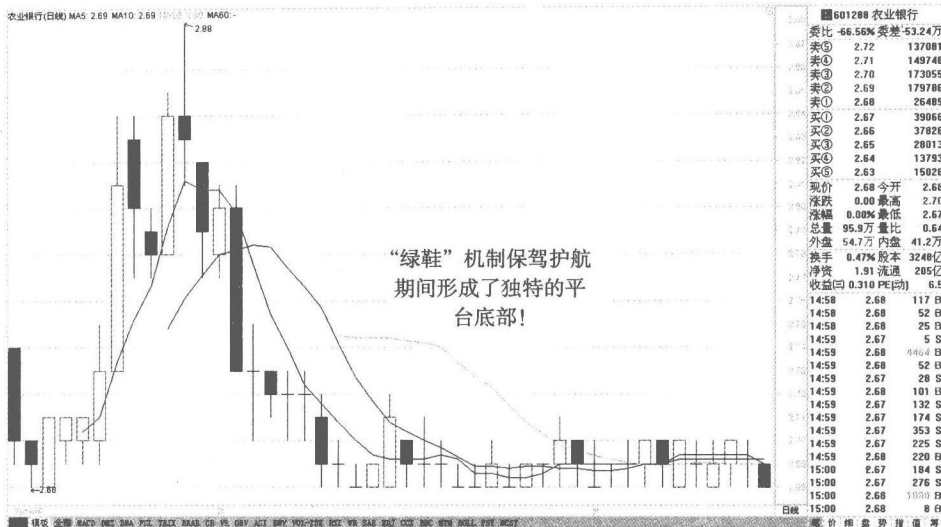


图 1-2 农业银行上市后 1 个月的“绿鞋”机制保障期内，在 2.68 元附近做横向运动，但从未破发

$5) \div 5 = 60\%$ 。风险被锁定主要是因为下家已经确定，价格已经确定，时间已经确定。这几乎是最完美的交易。以下是中国证券报关于福耀玻璃在 2006 年 1 月中旬公布股改承诺的报道：

在与流通股股东沟通之后，福耀玻璃（600660）今日公布股改最终方案。在保持 10 送 1 股对价安排的基础上，调整了原方案中股份追送条款的触发条件，新增现金分红、股份追送承诺，并出具增持流通股份的声明。

增加股价承诺、股份追送条款是本次方案调整的核心。福耀玻璃非流通股股东耀华工业村承诺，若在方案实施完毕复牌后第 12 个月的最后 3 个交易日内，公司股票平均收盘价格 P 低于 6.38 元，将向流通股股东追送股份一次，每股流通股可获得追送股份为 $[(6.38 - P)/P]$ ，追送上限为每 10 股送 1 股。同时，最终方案修改了原方案的股份追送条款的触发条件，由净利润变更为每股收益，承诺福耀玻璃 2006~2008 年每股收益平均增长不低于 20%，并且 2006 年不低于 20%。若无法达到这一目标，耀华工业村将追送股份一次。两个追送股份安排合计达到每 10 股送 2 股。按上述最终方案，一旦股改

实施完毕后触发追加对价条款，以现有股本结构计算，流通股股东最高可获得 10 送 3 股的对价。福耀玻璃认为，若没触发对价安排，则公司业绩的高速增长以及股价上涨超过 6.38 元，也将使流通股股东受益（见图 1-3）。



图 1-3 福耀玻璃

注：2006 年 1 月 16 日以后走势。股价在三年内飙升，从来没有危及护城河。

2. 动态不固定因素

(1) 转化退出。常见的转化退出方式有：红利退出、换股退出等。

① 红利退出。当股东向企业投入了资本，按照最正常的商业逻辑，你应该是获取公司利润的分红，分红是一个持续的动态过程。但是，每年的公司利润是不确定的，这种分红比例也是不太固定的，这就是为什么我们把这种方式归结为动态不固定因素的缘由。但这种方式却是最正常的方式，各种不确定性带来了对本金和收益的正常回收风险。价值投资者就是要在不确定性中找到能够相对确认本金和收益的安全保障。

张裕 A 作为国内葡萄酒行业的霸主，其优异的管理能力和卓越的品牌赢得了消费者的认可，创造了良好的经营业绩。如果你在 10 年前张裕上市时就购买了其流通股，那么，你现在累计的现金分红也至少是你投入资金的



表 1-1 张裕 A 的统计比较

总融资额 (万元)	125346.00
总派现额 (万元)	369241.60
总派现额与总融资额之比	2.95
上市公司排名	53

300%了。当然，截至 2011 年，张裕 A 的累计涨幅已超过了 30 倍。这在当初虽然有一定的不稳定性，但却是一笔非常棒的投资。张裕 A 的大盘走势见图 4-1。至于怎样找到这样的潜力股，我们在第四章会作详细阐述。

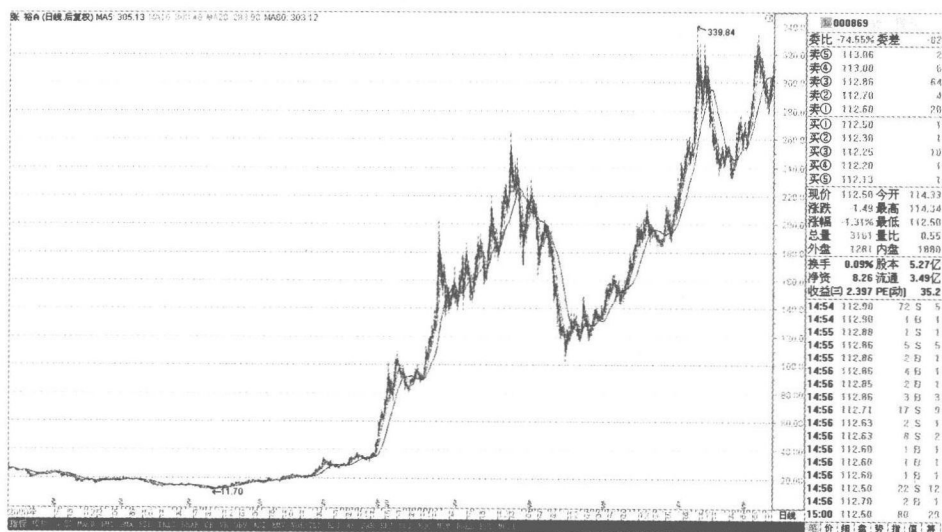


图 1-4 张裕 A 的大盘走势

②换股退出。除了分红退出之外，转化成其他证券退出也是一种思路。比较常见的是两家上市公司之间的换股吸收合并。近年来，这种合并并不鲜见。东方电气合并东方锅炉，盐湖股份（原名盐湖钾肥）合并盐湖集团，友谊股份吸收合并百联股份等，A 股上市公司之间的吸收合并似乎有愈演愈烈之势。事实上，从合并者和被合并者的角度来讲，一般受益者为被合并者。因为对于合并者来说，既然是用自己的股票而不是现金去收购合并对方（现金只是一种选择权），那么，这家公司实际上对自己的股价是保持较长时间

的看空预期的。

被吸收合并企业的原股东可以有两种选择权，即现金选择权和新的股票选择权。你可以对两种选择权进行权衡，从而做出对自己最有利的决策。但本节我们重点讲述的是，存在着一种特殊的退出方式，即你的股票 A 可以转换成股票 B，然后将股票 B 转让，就实现了退出。下面我们以金隅股份合并吸收太行水泥为例，来讲述一下收购方提供给流通股东的选择权和退出方式。金隅股份的大盘走势见图 1-5。



图 1-5 金隅股份大盘走势

2010年7月6日，金隅股份以换股方式吸收合并太行水泥一事获最新进展，太行水泥（600553）当日公布了其与金隅股份的换股吸收合并报告书草案。主要内容如下：

金隅集团将河北太行华信建材目前所持太行水泥 30%国有股，按照金隅集团及金隅股份持有太行华信的股权比例（即金隅集团持有 66.67%，金隅股份持有 33.33%），分别变更至金隅集团和金隅股份名下。变更完成后，金隅集团直接持有太行水泥 20.001%的股份，金隅股份直接持有太行水泥