

汪康懋 著



汪氏模型：

寻找值得投资的公司



上海财经大学出版社

汪氏模型：

寻找值得投资的公司

汪康懋 著

13422102

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

汪氏模型:寻找值得投资的公司/汪康懋著. —上海:上海财经大学出版社,2002.6

ISBN 7-81049-760-x/F·649

I. 汪… II. 汪… III. 证券交易-资本市场-分析-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 040826 号

WANG SHI MOXING: XUNZHAO ZHIDE TOUZI DE GONGSI

汪氏模型:寻找值得投资的公司

汪康懋 著

责任编辑 金忠义 封面设计 未 名

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海印刷七厂一分厂装订

2002 年 6 月第 1 版 2002 年 6 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 10.25 印张 266 千字

印数:0 001—5 000 定价:24.00 元

谨将此书献给

迈入第二个十年的中国证券市场

及证券市场的全体参与者

内容简介

作者基于大样本实证研究,首创汪氏模型(原题为“预测股票回报和评估风险的多变量模型”),提出了采用企业财务报表数据中总结出的变量,对金融资产进行定价与风险测量。这一模型不但使证券定价的准确性获得较大提高,而且具有指导投资的功能,在金融证券业具有较大的实用价值。

作者运用他在国际学界赢得声誉(引用率全球前 10 位)的汪氏模型所设计的若干指标,对中国股市 1 089 个上市公司自 1998 年至 2001 年的财务数据进行了基本面分析,分为:值得投资、可以投资、中性观望、谨慎投资、不可投资五个类别,指出了位于各类中的每个公司的投资价值 and 风险度,并根据各公司市盈率大小排序,分别给出了高估、中性、低估的投资等级。本书可以成为广大投资者理性投资的方法指南。

通过对中国证券市场全部上市公司的实证研究,证明了汪氏模型在我国资本市场的实用价值,可以用以分析、选股、公司素质分类、确定指数成分股、政策建议(如国有股减持方案)等。

作者还根据金融证券的基础理论和中国国情并结合实例,分析了为什么要买价值、不买价格的理由。作者也计算出了中国股市市盈率的合理范围和上限,阐述了国有股减持的最佳方案,设计了中国股市统一 300 指数并分析该新指数的优点。本书可以为股市的监管决策提供理论基础。同时,也可以为证券分析师、机构投资者(特别是基金、自营商、保险公司)和广大中、小投资者提供分

2 汪氏模型:寻找值得投资的公司

析公司投资价值的指南。书中含有最新的信息,并全面披露每一上市公司按五级分类的健康指标、成长指标、现金流指标、市盈率以及相关的财务指标。

作者简介

汪康懋博士现任浙江大学管理学院金融学教授兼浙大资本市场与会计研究中心主任、新加坡交易所总裁顾问、国际金融管理学会和欧洲金融学会学术审稿委员、亚太财经政策智囊主席，同时担任国内外多所院校的客座教授。

汪康懋博士曾在新加坡国立大学、香港大学和加州大学伯克萊分校、加拿大英属哥伦比亚大学担任过教授或荣誉教授。汪康懋博士曾任美国最大投资银行和亚太地区跨国公司之要职10多年，具有丰富的融资实务经验，曾于1992年一手创建和操作了中国企业在美国股市的第一股的发行，被华尔街评为全球十优融资项目，并掀起一波中国热。

汪康懋教授拥有英国 STRATHCLYDE 大学金融与会计学博士、纽约大学斯頓商学院金融管理学硕士后、北京大学理学士、中国政法大学法律文凭、英国注册高级财务会计师。

汪康懋博士近年来以一系列全球首创前沿成果在国际金融学术界建立起声誉，对现代金融基本理论作出重大突破，发明了金融资产定价的汪氏模型，该文获权威《国际管理科学学报》金融学科全球引用率最高论文前10名。汪康懋教授近年来在创投基金、上市公司定价、金融资产定价、证券投资与资本市场、东亚经济整合等领域取得全球领先的首创成果，有多篇论文获刊于国际顶级学报，如《金融研究学报》、《国际管理科学学报》、《银行与金融学报》、《亚太金融学报》、《牛津亚太学报》、《经济与国际关系学报》、《国际

2 汪氏模型：寻找值得投资的公司

策略与政策学报》。汪康懋博士在国际金融管理学会年会、欧洲金融市场年会、澳亚金融年会、欧洲货币会议、世界银行会议等大型国际会议担任主讲嘉宾，多次受邀担任国际学术年会的分组主席，发表观点具有全球影响力。同时，汪康懋教授还发表了一系列有关亚太地区发展的重要观点，对亚太经济整合提出创新理论。一系列的首创性成果奠定了汪康懋教授的国际学术地位和声誉。汪康懋教授是目前在国内工作的金融学者中唯一的一位被遴选为同时担任国际金融学会和欧洲金融学会学术审稿委员的教授。

汪康懋教授在我国改革开放 20 年中为我国的经济体制改革作出了有益的贡献。他是中国留美金融学会的创始人，曾经作为国务院特邀贵宾出席过建国 45 周年国庆观礼。

汪康懋博士接受中国国家外专局的邀请，曾多次为中央企业工委、国家行政学院、湖北省政府以及科技部、教育部、外经贸委、北京市政府合办的北京高科技周、中国社科院研究生院等作过高水平的学术报告。

序

屠光绍

汪康懋博士要出一本专著，让我作序，作为老同学，竟十分为难，主要是虽然我们是北大同窗，但毕业后各奔东西，他的情况偶有所闻，但了解得并不多，同时觉得自己才疏学浅，并不是作序的最好人选，因此我一再谢辞。但是，金融资产定价问题是金融市场的经典课题，作为证券市场的一名专业人员，我对此亦感兴趣。汪博士的专著对于金融资产定价或股票定价的分析介绍是当前推动理性化投资所需要的，而理性化投资亦是证券市场不断成熟的重要因素，从这方面看，又觉得应该值得向大家推荐。于是只好不知天高地厚而勉为其难地作此序了。

我认识汪康懋博士是始于北大时代。汪康懋博士在北大时思维活跃，文理兼通，是我们这些同学中在学校有影响力的学生。文革后的这一代的大学生经历了磨难，使命感强烈，国家对这一代学子寄予厚望。

令人欣慰的是，汪康懋博士和同时代的优秀者们为国家作出了贡献。我对汪康懋博士在留学期间为我国证券业所提出的众多良策时有所闻。从80年代中期起，他提出了国有企业股份制改造、资本市场的创立、A、B股的分设、证监会监管模式的确立，中国企业赴海外上市，乃至银行系统的改革、稳定汇率、住宅商品化、抵押贷款证券化等政策建议。中国证券市场能有今天这样的规模，也包含着汪康懋博士等一批人的智慧和爱国热忱。

汪康懋博士是最早进入华尔街任职的少数几个中国学者之一。1992年初，他们操作了第一家中国企业在海外的上市项目，

2 汪氏模型：寻找值得投资的公司

并赢得了成功。汪康懋博士等一批人以他们的智慧和毅力解决了中国企业走向世界的一系列会计、法律和金融等各种专业问题，使五星红旗在1992年10月8日第一次顺利地挂到了纽约证券交易所的董事会会议室，华尔街将此上市评为当年的全球十优项目。

我们知道，中国证券市场正面临一个重要的时期，我们希望中国股票市场能像国际上那些高效率的股票市场一样成为一个国家众多企业融资的主血管。我们也知道，投资者、企业和股市的关系，应该是一个良性互动的关系。投资者应该将资本投向优秀企业，优秀企业受到资本的支持而不断壮大，壮大后的企业又能够以优厚的股息和基于优良业绩的股价表现来回报投资者。这样我们的股市才会有更多的绩优股和蓝筹股，从而成为有效率的股市，才能促进国民经济的健康发展。这种理念和投资方法，正是汪康懋博士这本专著所致力推动的。

金融资产定价或者说股票定价，是一个经典的课题，也是金融学科的核心课题。证券从业人员大多学习过CAPM模型，汪康懋博士在海外投资银行工作和国外大学任教的过程中，对文献和大量数据作了研究，作出了重大的创新，提出了一个新视角的金融资产定价多变量模型：这一模型根据财务报表中的基本数据提炼出来的新指标，来对金融资产进行定价。汪康懋博士的模型获得了广泛的认同。汪博士回国工作后，用10个月时间将其模型运用于国内上市公司，进行了全面分析，投资者可以据此对公司进行比较和剖析，因为投资股票就是投资公司的价值，知道了公司的好坏才能进行稳健的投资决策。尽管书中的分析方法和分类方式不一定完善，大家会见仁见智，各有理解，但汪博士在书中阐述的理念和基本方法值得投资者参考。

我作为汪康懋博士的老同学和中国证券业的一名专业人士，希望汪康懋博士推动投资理性化的愿望不断能成为现实，促使中国股市进一步向良性发展。

最后，愿汪康懋博士有更多专著问世。

前 言

由于我国加入 WTO 步伐的深入,证券业如同其他产业一样正加快与国际接轨,随着 2002 年全国股市统一指数的推出、中国保险业参与股市投资、外国基金获准参与对我国股市的投资,中国广大投资者的投资方法将不可避免地走向以公司投资价值为取向的理性投资方法,这是一种历史的必然。

事实雄辩地证明,按基本面(即注重公司的业绩)投资是永远的赢家。天下同理,正如我在第三章 3.2 节表 3-3 中总结的,即使在近年来全国股市充斥着投机的现实情况下,在我定义的第一类最值得投资的公司中仍然可以找到 7 家公司,过去 5 年中由于业绩成倍增长,股价获得 8 倍多的增长;而在我定义的第五类高风险不可投资的公司中,有 3 家公司股价下跌已超过 1 倍,股价显然与公司素质成正比。

另一个不争的事实是,我在 2001 年 10 月于中央电视台二台“今日证券”节目中首次向全国披露了好坏公司之间股价倒挂,第一类好公司的平均股价(11.8 元)反而比第五类坏公司的平均股价(12.6 元)低,结果市场用 6 个月时间消化了这个信息。在 2002 年 4 月 26 日的股价中反映出了这个调整,即第一类公司平均股价已上升至 15.77 元(6 个月上升了 33.64%),而第五类公司平均股价已下跌至 9.84 元(6 个月下跌了 21.9%)。

这就充分证明了中国股市的主导资本和决定性力量仍然是遵循理性投资准则的,只不过以往业界和学界对基本面的研究太少,

2 汪氏模型:寻找值得投资的公司

基本面分析的信息供应也太少,才造成投机横行。为此,我深信本书将为中国股市填补这方面的一个空白,也为广大投资者提供一个福音和指南。我深信,未来若干年第一类含金量高的公司的股价将随着主营业务的提升而进一步攀升,而第五类处于高风险境地的公司会像1634~1636年期间荷兰全国疯狂抢购的郁金香一样跌得很惨。

需要说明的是,由于使用了1998~2001年连续数据,特别是我们使用了2001年最新年报的数据,我们还注重用现金流的数据作复核,我们相信财务造假的问题在本书中已作了较好的处理和

控制。

20年来作为一个有远见的爱国学者,为我国金融证券业已作出的贡献以及在政策建言上的良好历史记录,近年来在国际学界赢得了尊重和认同,为我赢得了一点发言权,我在此将我数年的研究成果呈献给广大投资者,与大家分享一点研究心得。我希望中国广大投资者在阅读此书并获得实利后不要忘了支持和推广基本面的投资的理性方法,也不要忘了将好消息电邮给我让我分享。

我希望在此表述我对下列单位和个人的感谢:

感谢新加坡和马来西亚由爱国侨领陈嘉庚先生和李光前先生创建的李氏基金对本人主持的浙江大学资本市场与会计研究中心及本课题提供慷慨赞助!

感谢浙江大学和浙江大学管理学院专门为我成立了浙江大学资本市场与会计研究中心,为我的研究工作创造了一个工作平台!

感谢中国国家外国专家局这些年来为我安排的许多重要的讲演报告,特别是为中央企业工委下属部级企业总裁的讲课!

感谢国家人事部、教育部、公安部为我的回国定居工作创造了条件!

感谢中国证监会屠光绍秘书长、梁定邦首席顾问,上海证交所周勤业副总经理,新加坡交易所汪瑞典总裁及封底引用的各位国

际学者友人多年来的友谊和支持!

感谢中国证券报、经济观察报、经济日报、人民日报海外版、香港文汇报、大公报、钱江晚报、21 世纪经济报道、中国经营报、粤港信息报、新民晚报、中央电视台、香港凤凰卫视、上海电视台财经频道等媒体将我的研究成果及时公平传播给广大投资者!

最后我要感谢我在浙江大学管理学院所带的研究生在我的指导下为本书出版所作出的努力,他们是:周政、曾伟娇参与了全部上市公司数据收集与分析及第 9~13 章的部分起草,沈红梅参与了第 5、6 章的部分起草!

我真诚地将此书献给迈入第二个十年的年轻的中国证券市场与证券市场的全体参与者!

目 录

前言/1

第一篇 理论:价值投资论

第一章 全球新趋势对中国金融业及资本市场的影响/3

- 1 国际金融机构演变的大趋势及对我国证券市场的启示/3
- 2 证券投资的国际新进展/9
- 3 新经济对银行与资本市场的影响/11
- 4 我国资本市场存在的主要问题及解决方案/12
- 5 我国商业银行与全球性银行的差距/15
- 6 对我国金融业的建设性意见/17

第二章 买价值,不买价格;买蓝筹,不买庄家/21

- 1 买价值,不买价格/21
- 2 正确的投资理念:“厌恶风险”的理性投资/22
- 3 正确的投资方法:利用基本面分析选取绩优股/24
- 4 对散户的基本面教育/26

第三章 汪氏模型的学术背景与应用/28

- 1 金融资产定价的三代模型/28
- 2 汪氏模型的功能/31

2 汪氏模型:寻找值得投资的公司

3 汪氏模型应用于中国股市所作出的重大发现/32

4 汪氏分类排序可为投资者提供投资指南/34

第四章 国有股减持与流通的定价和数量/37

1 国有股减持的定价问题/38

2 目前国家持有国有股的数量与西方之比较/40

3 国有股减持的数量确定/42

4 国有股减持的方式/43

5 国有股减持的时机/46

6 结论:澄清若干误解/46

第五章 计算中国股市之合理市盈率/48

1 股票估值的三种方法/49

2 利用股息贴现模型估算中国股市的合理市盈率/51

3 汪氏模型分类的市盈率分析/53

4 市盈率的分布频率分析/55

5 市盈率与增长率之相关性/56

6 行业市盈率分析/57

第六章 构造中国股市统一指数/60

1 世界主要股市指数/60

2 我国主要股市指数/63

3 编制中国股市统一指数的原则/65

4 中国股市统一 300 指数方案/66

附表:中国统一 300 指数的入选成分股(草案)/70

第二篇 模型:上市公司五大分类及其投资价值

第七章 理性的价值投资理念/79

- 1 以国际化为蓝本的中国股市的设立/79
- 2 中国股市所走过的弯路/80
- 3 中国证券市场面临投资理念规范化的新趋势/81
- 4 新投资理念的认识基础/82
- 5 国际证券投资理论的新进展/83
- 6 基本面投资方法/85
- 7 挑选绩优公司的四大要素/86
- 8 计算股票价值的三代模型/87
- 9 价值高估与价值低估/88
- 10 汪氏模型的操作原则/89
- 11 识别造假的财务报表/92

第八章 寻找值得投资的公司:汪氏模型之分类/95

- 1 上市公司的排序与分类/95
- 2 现行排序中所用财务比率的缺陷/96
- 3 汪氏模型的分类和排序/98
- 4 汪氏模型的经济解释/100
- 5 汪氏模型分类对投资的指导功能/103
- 6 汪氏分类的结果/105

第九章 含金量最高的股票:值得投资的第一类公司/109

- 1 有潜力的第一类优质公司/110
- 2 公司综合素质分析/111
- 3 金融健康性财务指标分析/117

4 汪氏模型:寻找值得投资的公司

- 4 第一类优质公司定性分析/119
- 5 市盈率分析/120
- 6 公司当前的真实价值及投资性分析/121

第十章 尚可挖掘的宝藏:可以投资的第二类公司/134

- 1 公司综合素质分析/134
- 2 金融健康性财务指标分析/138
- 3 市盈率分析/141
- 4 第二类次优公司定性分析/142
- 5 公司当前的投资价值分析/143

第十一章 灰色边缘区:中性观望的第三类公司/172

- 1 总量统计/173
- 2 公司综合素质分析/174
- 3 金融健康性财务指标分析/177
- 4 股价与市盈率分析/178
- 5 投资性分析/179

第十二章 江河日下的低回报股:谨慎投资的第四类公司/213

- 1 总量统计/214
- 2 公司综合素质分析/214
- 3 金融健康性财务指标分析/217
- 4 股价与市盈率分析/218
- 5 第四类公司按投资等级分组分析/219

第十三章 风险异常高的垃圾股:不可投资的第五类公司/236

- 1 准ST的高风险负增长(第五类)公司分析/236
- 2 金融健康性财务指标分析/239