



投行分析師的 叛逆宣言

張化橋 著

第四版

擁有「投資護城河」的企業最值錢

高收入也會變窮光蛋

為何分析師的工作充滿盲點？

買便宜股票可以令你變窮
歷史書可以害人不淺

投行分析師的
叛逆宣言

張化橋 著



天窗出版
ENRICH PUBLISHING

Mastermind 01

投行分析師的 叛逆宣言

作者	張化橋
出版人	曾玉英
出版經理	陳穎怡
文稿校對	張飄
書籍設計	Pollux Kwok、Carol Kwok
封面攝影	Martin Yu
相片提供	張化橋
出版	天窗出版社有限公司 Enrich Publishing Ltd. 香港九龍觀塘開源道 50 號利寶時中心一樓
發行	天窗出版社有限公司 Enrich Publishing Ltd.
電話	(852) 2793 5678
傳真	(852) 2793 5030
網址	www.enrichculture.com
電郵	info@enrichculture.com
出版日期	2010 年 10 月初版 2011 年 2 月第四版
承印	長城印刷有限公司
紙品供應	興泰行洋紙有限公司
定價	港幣 \$138
國際書號	978-988-19449-6-2
圖書分類	(1) 個人投資 (2) 財務管理

版權所有 不得翻印 All Rights Reserved

Printed in Hong Kong

作者及出版社已盡力確保所刊載的資料正確無誤，惟資料祇供參考用途。
對於任何援引資料作出投資而引致的損失，作者及出版社概不負責。

支持環保

此書紙張以北歐再生林木纖維製造及
經無氯漂白，並採用環保油墨印刷

目錄

序言一

散戶投資秘笈 林少陽	8
------------------	---

序言二

真心不改 蔡洪平	14
----------------	----

自序	17
----------	----

第一章

分析師算甚麼？	23
---------------	----

1.01 越簡單越粗獷越好	25
---------------------	----

1.02 最怕被人遺忘的分析師	30
-----------------------	----

1.03 分析師四部曲：抵賴、修正、狡辯、再修正	36
--------------------------------	----

1.04 我們會犯的七大錯誤	40
----------------------	----

1.05 丟掉你的預測吧	45
--------------------	----

1.06 你也可以跑贏對沖基金	50
-----------------------	----

1.07 叛逆者的宣言	56
-------------------	----

1.08 湊熱鬧沒好結果	63
--------------------	----

1.09 董事被迫發大財	70
--------------------	----

1.10 歷史書可以害人不淺	74
----------------------	----

第二章

傻瓜戰勝市場的訣竅	77
2.01 基金之神的智慧	79
2.02 投資的最高境界是無為	85
2.03 我的選股路線圖	90
2.04 選股當創業	93
2.05 以合資的心態買股	97
2.06 格林布拉特的神奇投資法	99
2.07 投資要有護城河	106
2.08 三種企業三種命	117
2.09 企業執行力左右大局	121
2.10 退休金全靠股市	126
2.11 三招分析地產股	132
2.12 本錢就是種子	134
2.13 假如我的股票突然跌了一半	137

第三章

賺錢就是硬道理	141
3.01 十大行業點評	143
3.02 看好農業，但別買農業股	150
3.03 工業股前仆後繼的悲壯	154
3.04 證券業與航空業殊途同歸	158
3.05 內地最難整合的行業	162
3.06 房地產價格還可能大漲	166
3.07 高地價是高房價的禍根？	170
3.08 中國房地產泡沫何時破滅	175
3.09 主營業務不是「宗教枷鎖」	180
3.10 中國企業不做「細活」	184

第四章

別被「價值陷阱」愚弄	189
4.01 買便宜股票可以導致破產	191
4.02 就是「貧困的陷阱」!	200
4.03 追逐高增長不是罪	203
4.04 當地產公司成為「價值陷阱」.....	207
4.05 高收入的窮光蛋	211
4.06 買創業板博大富大貴	215
4.07 中國企業成本優勢不再	218
4.08 冒險精神支撐中國經濟	222
4.09 都是「圈錢」惹的禍	224

第五章

股市的噪音與真實景象	229
5.01 擁抱大牛市來臨	231
5.02 全球股市重拾升軌	235
5.03 「管卡壓」經濟催生股民	240
5.04 英國投資銀行消亡的啟示	243
5.05 長痛不如短痛	247

附錄：

參考書目	251
後記	253

MASTERMIND 01

投行分析師的
叛逆宣言

張化橋 著



天窗出版
ENRICH PUBLISHING

目錄

序言一

散戶投資秘笈 林少陽	8
------------------	---

序言二

真心不改 蔡洪平	14
----------------	----

自序	17
----------	----

第一章

分析師算甚麼？	23
---------------	----

1.01 越簡單越粗獷越好	25
---------------------	----

1.02 最怕被人遺忘的分析師	30
-----------------------	----

1.03 分析師四部曲：抵賴、修正、狡辯、再修正	36
--------------------------------	----

1.04 我們會犯的七大錯誤	40
----------------------	----

1.05 丟掉你的預測吧	45
--------------------	----

1.06 你也可以跑贏對沖基金	50
-----------------------	----

1.07 叛逆者的宣言	56
-------------------	----

1.08 湊熱鬧沒好結果	63
--------------------	----

1.09 董事被迫發大財	70
--------------------	----

1.10 歷史書可以害人不淺	74
----------------------	----

第二章

傻瓜戰勝市場的訣竅	77
2.01 基金之神的智慧	79
2.02 投資的最高境界是無為	85
2.03 我的選股路線圖	90
2.04 選股當創業	93
2.05 以合資的心態買股	97
2.06 格林布拉特的神奇投資法	99
2.07 投資要有護城河	106
2.08 三種企業三種命	117
2.09 企業執行力左右大局	121
2.10 退休金全靠股市	126
2.11 三招分析地產股	132
2.12 本錢就是種子	134
2.13 假如我的股票突然跌了一半	137

第三章

賺錢就是硬道理	141
3.01 十大行業點評	143
3.02 看好農業，但別買農業股	150
3.03 工業股前仆後繼的悲壯	154
3.04 證券業與航空業殊途同歸	158
3.05 內地最難整合的行業	162
3.06 房地產價格還可能大漲	166
3.07 高地價是高房價的禍根？	170
3.08 中國房地產泡沫何時破滅	175
3.09 主營業務不是「宗教枷鎖」	180
3.10 中國企業不做「細活」	184

第四章

別被「價值陷阱」愚弄	189
4.01 買便宜股票可以導致破產	191
4.02 就是「貧困的陷阱」!	200
4.03 追逐高增長不是罪	203
4.04 當地產公司成為「價值陷阱」.....	207
4.05 高收入的窮光蛋	211
4.06 買創業板博大富大貴	215
4.07 中國企業成本優勢不再	218
4.08 冒險精神支撐中國經濟	222
4.09 都是「圈錢」惹的禍	224

第五章

股市的噪音與真實景象	229
5.01 擁抱大牛市來臨	231
5.02 全球股市重拾升軌	235
5.03 「管卡壓」經濟催生股民	240
5.04 英國投資銀行消亡的啟示	243
5.05 長痛不如短痛	247

附錄：

參考書目	251
後記	253

序言一 散戶投資秘笈

最近與多位客戶周年聚餐，其中一位很上進及富智慧的客戶，問我最欣賞的專欄財經作者是誰，當時我不假思索地答道：「就看張化橋在新浪的博客吧！」意想不到，事隔不到兩個月，我就收到化橋兄的邀請，為他的新書作序。

推介張兄的博客，除了因為張兄對投資的見解頗合我心之外，更重要的是，他的文章擁有非凡的個人魅力，將高深沉悶的財經課題變成津津有味的街頭智慧。張兄建議我在序言中，建議大眾投資者如何投資。我認為最好的建議，其實已經隱藏在本書的不同章節之中，以下是我的一些補白：

2008 年金融海嘯期間，很多投資者的畢生積蓄備受考驗，尤其是一批投資大眾賴以退休的高息跨國金融機構，竟在旦夕之間，不是倒閉收場，便是資產價格大幅貶值，令人不禁懷疑，長線投資優質股份，是否已經不合時宜？時間足以證明一切。經過過去兩年的考驗，投資者應該明白，投資市場的定律，並沒有因為金融海嘯而改變，資產的價格最終會回歸其應有的價值（fair value）。資產的應有價值是一個頗為抽象的概念，如果我們用統

計學上的平均數定律 (mean reversion)，可能較為容易理解。

以恒生指數為例，其歷史平均市盈率 (price earnings ratio)，高低位大約在 10 至 25 倍之間；若用指數的市帳率 (price to book ratio) 計算，其波幅範圍介乎 1 至 3 倍。在兩個指標之間作取捨，我較喜歡應用市帳率，因為盈利的高低，很受經濟周期上落，以及會計制度變化的影響。雖然近年採用的新會計準則，亦對資產的帳面值產生影響，然而帳面值的基數遠高於盈利，波幅相對較小。

於海嘯期間，指數的平均市盈率一度跌至接近 10 倍水平，市帳率跌至接近 1 倍水平。那是一個十年難得一遇的大好投資機會。撰寫本文之時，恒指的平均市盈率为 14.4 倍，市帳率約 1.9 倍，大約是過去幾十年波幅的中軸位置。以史為鑑，我會認為目前的市場估值並不昂貴。

上述推論，並沒有將資金成本計算在內。我們知道，投資一個項目，需要考慮資金的機會成本 (opportunity cost)，即是若決定投資相關項目，將放棄其他投資機會（例如作為銀行定期存款）的回報率。一個投資回報

是否吸引，要與其他選擇比較才有意義。如果銀行利率是零或接近零息，任何高於零息回報的投資，理論上都好過將錢存入銀行。

若以恒指的市盈率化作盈利回報率（earnings yield），目前投資股票的回報率為 6.9%。如果我們將資金成本因素考慮在內，則我們不單可以得出目前市場的估值並不昂貴，更加可以得出目前港股估值（相對資金成本而言）極之偏低的結論。

附圖為恒指由 1993 年至今的市帳率水平，我們可以看出，除了利率特別偏高的 1997 年（當時本港供樓利率高達 10 厘以上）外，其餘市場的轉角位都是市帳率介乎 3 至 3.5 倍之間的水平。1997 年市場見頂之時，市帳率略低於 2.5 倍（圖一）。

由於目前全球利率處於歷史未見的偏低水平，我同意化橋兄的分析，相信未來兩三年內，環球資本市場，將出現一次前所未見的資產泡沫。

容我冒犯講句，絕大部分經濟學者、市場策略師及投資專家，最在行的只是為已發生的事故放馬後炮；每天太過勤力留意財經新聞的投資者，反而更容易被毫無

用處、已發生的宏觀經濟數據所迷惑。投資市場的變化，往往與投資大眾的想法相左——牛市是在經濟最低迷的時候誕生，在懷疑中茁壯成長，在經濟最暢旺的時候見頂，並在狂歡的盛宴中離奇死亡。由於目前西方經濟半生不死，惡性通脹不會輕易死灰復燃，造就目前低無可低的環球利率水平，而這將無可避免地，誘發一場史無前例的投機泡沫。

圖一 恒指市帳率圖 (1993 至 2010)

