

UP

证券分析实践

投资王道



美林证券与瑞士联合银行前副总裁
林森池 著

当代世界出版社

证券分析实践

投资王道



林森池 著

图书在版编目 (CIP) 数据

证券分析实践 / 林森池著. ——北京: 当代世界出版社,
2005.7

ISBN 7-80115-994-2/F.104

I. 证... II. 林... III. 国有企业—股票—证券市场—研
究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 077253 号

著作权合同登记号: 图字 01-2005-4190 号

天地图书有限公司 2005 年 2 月出版

天地图书有限公司独家授权

证券分析实践 当代世界出版社 2005 年 10 月出版

本书中文简体字专有使用权归当代世界出版社所有

书名: 《证券分析实践》

出版发行: 当代世界出版社

地址: 北京复兴路 4 号 (100860)

网址: <http://www.worldpress.com.cn>

编务电话: (010) 83908404

发行电话: (010) 83908410 (传真)

(010) 83908408 (010) 83908409

经销: 全国新华书店

印刷: 上海锦佳装璜印刷发展公司

开本: 787 毫米 × 1092 毫米 16 开

印张: 12.25

字数: 133 千字

版次: 2005 年 10 月第一版

印次: 2005 年 10 月第一次

书号: ISBN 7-80115-994-2/F.104

定价: 38.00 元

如发现印装质量问题, 请与承印厂联系调换。

版权所有, 翻印必究; 未经许可, 不得转载!

本书经天地图书有限公司授权出版中文简体字版,

非经书面同意, 不得以任何形式复制、转载。

本书仅限中国大陆地区发行。

目 录

序：精明投资有赖基础分析 / 林行止.....	005
前言.....	007
第一篇 市场经济专利主宰公司前景.....	011
第二篇 拥有市场经济专利的“千里马”公司.....	022
第三篇 如何在中国寻觅市场经济专利.....	053
第四篇 投资分析工具.....	085
第五篇 如何分析电力行业.....	097
第六篇 如何分析及选择银行股.....	112
第七篇 如何分析及选择石油股.....	118
第八篇 如何分析及选择电讯股.....	124
第九篇 如何分析及选择保险股.....	131
第十篇 如何分析公路企业.....	140
第十一篇 衍生工具的陷阱.....	143
第十二篇 股票与资本市场的起源.....	153
第十三篇 六十、七十年代英、美资本主义的危机.....	157
第十四篇 投资普及平民化.....	159
第十五篇 香港经济起飞特色.....	165
第十六篇 香港股市发展史.....	171
第十七篇 六十至八十年代香港的重大收购战.....	177
第十八篇 恒指成份股沧桑史.....	182
书目.....	184

序：精明投资有赖基础分析

林行止

与森池兄交往比《信报》的历史更久远，当他索序时，笔者一口答应。

森池兄早已“金盘洗手”，日以课儿为乐，最近花了整整一年半时间，带着“入室弟子”“全职”撰写此书，目的是为了把半生“实战”所累积的投资分析“艺术”嘉惠后学，传诸后世。细读初稿之后，笔者认为他的心愿可达。他是本港少有“土生土学”从事证券分析且有大成的先行者，三十多年的经历、阅历、资历，具有扎实的理论实务技巧，不言而喻。

投资带有若干赌博成分和运气，那是无可置疑的。然而，赌博的“彩数”不能累积，投资经验却可代代相传，供人借鉴。我们现在仍参阅十八世纪笛福(D. Defoe 1660—1731)、麦凯(O. Mackay 1814—1889)和格雷厄姆(B. Graham, 1894—1976)的著作，便是显例。所以，不论是机构性还是个人投资，参考、学习前人经验累积起来的知识，是欲做资金主人者增加胜算的不可或缺的门径。天下没有免费午餐，天

下更没有不劳而获的投资果实。换句话说，要在股市中有所斩获，绝不能单凭“彩数”，努力研读、领会投资理论特别是结合实践经验的理论，是必不可少的功课！

投资者因应形势、捉摸股价的线索，不外乎三方面——基础分析、技术走势和捕捉市场情绪(股民心理)。在有效率的市场中，公司数据和动向能够第一时间在股价上反映，因此，基础分析在健全的股市不可或缺，十分重要。

股市里，见树不见林的人多的是；具备既见树又看林本领的，弥足珍贵，当为人们所师法。森池兄在港大念历史，在英资大行任分析员时便以治史的慎密态度观察经济与股市发展的互为因果，透彻周延。经济一向着眼多数人的利益，投资则讲求个人口袋的进账，二者虽非楚河汉界，却亦泾渭分明。森池兄出入股市，既有经济角度的宏观方位，复有迂回精微的利害心眼，明乎南北西东为有定之位，前后左右

为不定之位，进退有度自然不是问题，掌握基础分析的学问，股市窍妙也就更易洞悉。

森池兄对香港股市（旁及中国内地）认识深刻，本书所举的例子，具为香港股民耳熟能详的企业，所举事例，股民记忆犹新，丝毫不觉疏远；他把基础分析证券的“方法论”和盘托出，辅以抽丝剥茧的解释，平生所学，毫无保留地告诉读者，令读者对投资之道的实在与玄机顿有所悟，受益是不在话下。

不做盲目的股市“追风侠”，大中华地区投资，不论专业与业余，皆应以这本理论与实践结合的著作，作为有备而战的“基础”读物。

二〇〇五年一月四日 香港

前言

基础分析(Fundamental Analysis)的鼻祖是美国人格雷厄姆(Benjamin Graham)。1928年他在美国哥伦比亚大学教授证券分析。1934年,他与多德(David Dodd)合作著写了一本名为《证券分析》(Security Analysis)的书,开创了用基础分析,来衡量一家上市公司的“内在价值”(Intrinsic Value)作为投资准则。他的学生邓普顿(John Templeton)及巴菲特(Warren Buffett)更是青出于蓝,投资上的成就举世驰名。

1969年笔者初次涉足香港股市。1972年受聘于英国维高达证券公司(香港分行),成为“在职受训”(Trainee)证券分析员,对香港上市的公司股票进行基础分析。当时我们以香港及海外的投资机构为对象,向他们提供独立的投资顾问服务及港股的信息。

从事基础分析是需要投放很多人力资源的,因此“数据室”通常被视作经纪行内成本最昂贵的一个部门。七十年代,基础分析所提供的信息,是一项不可缺少的专业标准服务。但在八

十年代中期以后,基础分析却渐趋式微,原因如下:

(一)投资普及化、平民化:七十年代末期,英国保守党再次执政,撒切尔夫人上台,为挽救当时英国的经济危机,利用小市民的投资力量,将当时颓败的英国国企改革及上市。1980年美国里根总统就职,亦接受这套以米塞斯(Ludwig von Mises)及哈耶克(Friedrich A. Hayek)为主所倡导的理念,提出供应经济学。其概念就是由个人的自由,发展至经济上的自由发挥;打破垄断,拆墙松绑,大幅度减税,鼓励创业,从而鼓励小市民将储蓄投入股市,容许新兴概念公司在没有业绩支持下上市集资。后来美国更推行免税的401退休计划,即个人在股市投资获利不用缴税。有了新兴行业也就创造新的就业机会。不过投资普及化的对象是小市民,他们不注重基础分析,反而倾向急攻近利,追求快钱。这个热潮

亦蔓延到整个西欧。法国在1984年通过的银行法案，容许原来由政府全资拥有的国家银行可以上市“私有化”。很多规模大的法国国家银行都在八十年代上市，但速度当然追不上英国。

(二) 八十年代个人计算机普及，技术性分析泛滥，全球投资风气转趋利用技术分析从事短线买卖，而忽略长线投资。当时的风气就如曹仁超的名句：“有大智慧不如趁势”。九十年代计算机更发展到可以网上买卖股票，增加了普及性。

(三) 1986年香港四家交易所合并成现时的联合交易所；同时英国金融业出现名为“Big Bang”的大改革。改革重点在于废除固定佣金制度，经纪公司再不用以合伙人或个人形式成立，而可用有限公司经营；同时容许外国金融机构收购这些英资证券商，最明显的例子有花旗银行收购维高达证券公司、瑞士联合银行收购 Philip & Drew、Security Pacific 亦收购当时英国最大的经纪行 Hoare Govett。一连串的发展令到投资银行可以作全球化发展，加剧了

行内的竞争，佣金不断下跌，令到传统的基础分析师，要改变他们长线投资的推介策略，改而注重短期的发展，利用每个借口希望客户买卖频密，提升佣金收入。

(四) 在金融业全球化发展下，投资银行可以大做新上市 (IPO) 生意或跨国收购合并，这些业务的顾问费用相当可观，比传统的经纪业务，高出数十倍甚至上百倍。在进行这些业务过程中，投资银行往往利用证券分析员的专业分析，推介新上市的业务，令一般投资大众接受这些产品。尤有其者，有些分析员沦为投资银行的推介工具，缺乏了本身专业的独立性。

忽视基础分析的专业独立性，终于带来恶果。2000年网络股泡沫爆破。过往分析员用高深的程序来推介网络公司，结果证明这些投资与现实社会脱了节，太高的估值没法得到盈利的支持；网络股一跌不可收拾，令不少人一生积蓄付诸流水。

2000年后，美国证监 (SEC) 实行亡羊补牢，起诉多家投资银行，并勒令证券分析员与投资银行业务分家，以保持证券分析员作为投资顾问的独

立性。不但分析员要遵守严谨的利益冲突规条，基金经理的个人投资也要向大众公开。同时，英国政府亦加强了监管，本来由伦敦交易所办理的事项如新股上市审批、上市公司敏感数据信息披露等监管工作，从2000年起转移到英国证监（FSA）管辖。

过去20年投资平民化的蓬勃发展，经过2000年的泡沫爆破之后，可以说是尘埃落定。现时，巴菲特被全世界誉为最伟大的投资家，虽然他本人并未有任何著作，但不少外国的金融作者均以他的投资成功经历编写著作。实际上巴菲特就是基础分析的信徒。他是格雷厄姆的学生，而且青出于蓝。他的长线投资成功因素，就是利用正确的基础分析，找出值得长远持有的生意，再强调他所投资的是生意，而不是一个简单的股票编号。

读者应要理解整个投资普及化，其实是制造机会给聪明的投资银行家，让他们将你的储蓄变成风险资金。就像早期欧洲合资组成远征贸易船的形式一样，这艘船可能是一去不返的。在政府的立场而言，这形式是对经济有利的；对投资银行家而言，这是赚钱机会；而小股民则花多眼乱，风险极高。

因此只有基础分析才能减低投资的风险、才能为你的股票投资“把脉”。通过分析你才会理解公司的运作、效率、财务状况及经营环境等。通过分析才能提升你的投资视野，改变“买六合彩”的心态，明白到股票投资就等同你参与该公司的生意。配合投资普及平民化，股票的基础分析亦必须成为市民的普及常识，使他们可以保障自己的投资，以免血本无归，避免年老时成为社会保障的另一大包袱。

笔者写此书的目的是希望证券界能够再次注重基础分析，亦希望小市民能够自己去做基础分析。巴菲特的基础分析，不需要运用微积分或爱因斯坦的数学程序，他的基础分析实际上是每个专业证券分析员都懂得怎样运用。希望这本书能够将专业的证券基础分析平民化、普及化，即使读者没有与证券相关的专业训练，也可以理解个中奥秘，减低投资风险。

笔者亦希望将有关知识送给中国内地的13亿人民。自从1978年改革开放以来，内地经济发展一日千里。1990—1991年上海及深圳股市正式成立，1993年国企及红筹开始来香港上市，根据日本和香港过往的发展经

验，中国未来证券市场的发展前景是一片乐观的。笔者相信未来30年会是中国股市发展的黄金岁月，就好像1964—1990年的日本及1968—1997年的香港，所以本书的后半部会分析香港过去股市数次泡沫爆破的原因，希望读者能鉴古知今，把握未来的黄金岁月，克服贪婪及恐惧，脱离投机并进入成熟的投资致富途径。中国证券市场的发展与中国经济产生相辅相成的作用，整个经济及企业管理亦能进入更高水平。

笔者写此书有赖黄书耀先生鼎力支持。他曾是信报的记者，绰号“金牌打手”，用仓颉输入文章比笔者口述还要快，而且其人性格好学，天资聪敏，希望透过这次合作，能够让他更深入了解到基础分析的窍门。黄书耀可说是笔者退休后收的入室弟子，希望他前途无限。

第一篇

市场经济专利主宰公司前景

长线投资股票当然要选择一家有前景的公司，笔者早年所接触的欧美资深基金管理人士，他们对上市公司的前景都有共识，综合来说，他们把上市公司分为两大类：

(一) 过度竞争的生意

(Commodity Business)

(二) 拥有市场经济的专利生意

(Economic Franchise)

过度竞争的生意 (Commodity Business) 是代表一门大众化，而没有专利保障的行业，并不是指商品生意。不过这定义的起源是来自商品买卖的特性。现时世界上大部分商品的质量已经有公认的标准，生产商是根据这些国际标准来生产的，所以无论是中国或日本所生产的不锈钢，都是根据国际标准的304或316来划定质量。同一个标签产品，若厚度也相同，生产商的竞争只会局限于价钱方面，所以价格的竞争往往会将边际利润压缩。

股市中只有少数公司拥有市场经济的专利生意 (Economic Franchise)。

这些公司的边际利润 (Profit Margin) 较有保障，容许公司利用丰厚的溢利再扩充业务，巩固其市场地位，改善经济效益，最终得以保证溢利增长，而股价也因此节节上升。

Franchise 这个字容易与“特许经营权”混淆，用麦当劳汉堡包作为一个例子来说明“特许经营权”的含义：很多麦当劳分店的经营者，是先要付出一笔投资金额予麦当劳公司，这分店的装修、员工的安排、食物的生产、品质的管理及广告等都是由麦当劳公司全面负责策划，经营者只可从分店的溢利中分红，但是无法保证在同一个地区内，再没有另一家麦当劳分店出现，而产品亦会受到其他连锁食品店的竞争。分店的经营者是没有专利保障的，专利权由麦当劳公司拥有及控制。

拥有品牌，并不等同拥有市场专利，例如：奔驰汽车亦面对无数高档汽车的竞争。专利是香港人所熟悉的，香港电灯、中华电力、地铁、九铁、九巴、

城巴、新巴、机管局、联交所及货柜码头等都是享有法例上的专利权。但是有专利并不代表有市场，没有市场的专利亦会出现亏损。例如地铁所经营的机铁，自1998年落成以来，便是年年亏损。刚完成的西铁也因为载客量不足，短期内无法达到收支平衡。香港电灯的溢利在2003年也因为售电量没有增长而出现倒退。

笔者强调的是市场给予经营者的经济专利，无需由政府明文规定。地产是香港人熟悉的投资，如果你拥有的商铺位处尖沙咀的北京道或铜锣湾时代广场的罗素街，人流及地理位置，已足以令该物业的租金收入保持稳定增长，无需受到竞争的威胁，故无需减租。中华煤气并没有明文规定的专利保障，但是拥有香港燃气市场的一半占有率。这就说明了，管道的气体输送较罐装石油气更易为用家接受，不过随着新住宅落成的减少，管道煤气的市场增长也放缓下来。德昌电机亦是另一个例子，它生产微型马达的规模，已达到很高的经济效益，生产成本低廉，致使新竞争者觉得无利可图而却步。此外，并不是大公司才可以拥有市场专利。为广大市民普遍使用的

WD-40（防锈润滑剂），就是由一家位于美国圣地亚哥，只有百多名员工的公司所经销的。该公司只负责把这款产品推销至世界各地，而把生产外包。由于营运成本低，产品的售价便宜，那些大型化工厂认为无利可图，不屑参与竞争。因此，WD-40公司每年的增长及回报均十分可观。

有专利的产品或服务仍赖市场需求，才可以保障溢利的稳定性，如果市场需求因为经济蓬勃而出现急速上升，这项专利产品或服务必定为股东带来几何级数的溢利。笔者选择投资股票的三部曲如下：

- （一）必从宏观角度考虑，经济是否处于起飞阶段的高增长期，这是邓普顿成功之处，他率先投资于发展中经济体系的新兴股票市场（Emerging Market）；
- （二）公司是否拥有市场的经济专利，这是巴菲特的专长，他的投资成就是有目共睹的，在选择公司方面，巴菲特的功力比较邓普顿深厚。邓普顿的教条是分散投资，减低风险。巴菲特擅长选择拥有市场经济专利的公司，然后重槌出击，作长期持有；

(三)用基础分析技巧深入研究公司的过往业绩、各项回报比例、现金流、未来的前景、管理层的作风及“内在价值”。投资股票时,理想买入价最好是较“内在价值”为低,作长线投资时倍觉心安,不受股价短期波动影响。根据萨缪尔森(Paul Samuelson)的研究,股价最终会反映公司的实际价值,短期而言股价会因市场的投机性出现“随机波动”。笔者将于第二篇附上有市场经济专利的公司,自1977年以来的长期走势,并且加插公司经过调整后的每股纯利,以对数比例划出来。读者细心观察,股价的长期走势是反映公司的盈利能力。参考图3:汇丰银行自1977年—2004年股价及纯利表现。

投资是一项严肃的工作。把血汗钱投资在一家上市公司,等同自己经营一盘生意,绝对有别于买“六合彩”般碰运气。投资股市可爱之处是你享有选择权,而且你可以通过分析,了解公司过往的业绩,作出明智的投资决定。倘若你发觉该公司所享有的市场经济专利,有倒退的迹象,或其客观经

营环境有所改变,投资者可以立刻在市场沽出,实行退股。这种灵活性比直接经营者大很多。

在本篇的第一节里,笔者用香港作为例子,确立股市的表现与经济成长的关系;第二节将谈到,如何利用指数基金,从股市中获利及投资者如何自制精简指数基金。

发展中经济与股市的关系

股票投资要取得好的回报,一定要先看经济大气候。如果经济出现衰退,而且伴随持续通缩,股市是很难有上升空间的,前者如日本股市自1989年见顶后回落,继而在低位反复徘徊15年,后者如香港经济自1997年后,过去的7年里,有4年的国民生产总值出现负增长,股市更是风雨飘摇,1998年的金融危机,政府入市买股票以及2000年的网络泡沫,只是带来短暂的风光,在过去7年只有极少数的公司,因某种业务表现理想才脱颖而出。

如果经济处于起飞阶段,即所谓发展中经济,上市公司的盈利能力亦会大大提高,能做到事半功倍。盈利不断快速增长,往往跑得比经济还要快,

最好的例子是第二次世界大战后的日本，经济发展得最快。韩战期间，美军利用日本作为支持基地，在日本购买大量军需品，从而协助日本打好战后的经济基础。那时的日本还是行使固定汇率，日圆与美元挂钩，六十年代兑换价为360日圆兑1美元。日本的工资及其他生产成本，较诸美国便宜得多，因此日本的工业产品在美国大受欢迎。

在出口带动下，日本的经济发展非常迅速。日本产品在二十世纪五十年代，只是模仿欧美的创作，质量并不算好，但日本企业不停改良，到六十年代，日本的产品如家电、音响、汽车、纺织品、化妆品、钢铁及船只制造，已经达到世界一流水平，再加上价格相对便宜，日本货于是在七十年代横扫全球，最后成为最大的钢铁生产商、最大的汽车出口国及最大的造船国。固定汇率一直维持到八十年代中期才结

束，而这段时间，日本股票表现非常出色，日经指数从1955年的374点，上升至1989年12月29日的38,916点，35年内总共升了104倍。

除了日本外，当时亚洲四小龙（即香港、韩国、新加坡及台湾）的经济增长亦相当惊人。与日本一样，这四个地区也是由工业出口带动。早在五十年代，美国投资专家邓普顿提倡投资在发展中国家的股票，所谓：“新兴股票市场”。亚洲四小龙的经济刚刚进入工业化，韩国和台湾的股市并未开放，而香港及新加坡股市规模细小，所以六十年代的欧美资金矛头，都指向日本这个新兴市场。

当发展中经济处于起飞阶段，公司溢利会亦步亦趋，公司溢利的大幅度增长，最终会在公司的股价上反映出来。笔者就是根据这个理论来作投资指引，以下将恒指及香港经济表现作印证。现

表1：实质香港本地生产总值年均复式增长率（除通胀后）

1962-1969	8.9%	四大支柱（地产、工业、金融及旅游）行业并驾齐驱的时代
1970-1979	8.9%	
1980-1989	7.3%	工业北移，服务业抬头
1990-1999	3.9%	地产泡沫
2000-2003	4.0%	网络泡沫

在先看看香港过去经济起飞的特色。

由1962年至1969年，香港每年的实质经济增长都能够维持在8.9%，当时的经济是由工业带动，而旅游业则扮演辅助角色。期间所受到的冲击，例如1965年的银行挤提及1967年的暴动，一度沉重地打击地产及金融业务，但是没有致命地阻挡经济的发展，当时可以说是全民就业，没有失业的问题，所以基础稳固。

七十年代的整整十年间，香港所受的冲击是前所未见的，例如股市狂潮在1972—1973年出现，继而在1974年插水式见底，由1973年的1,775点下降至1974年的150点。1974年的石油危机使街灯也要提早关上。政治上，亦有很多不明朗因素，例如周恩来与毛泽东在1976年相继去世，四人帮当政等。庆幸香港的工业基础稳固，再加上地产、旅游业及金融业发展的辅助，实质经济增长每年仍可以维持在8.9%。香港在六十、七十年代的高速增长，现时正在我们的祖国大地出现，中国现时经济增长也是由工业带动的。

1978年中国改革开放之后，整个八十年代的投资风气就是工业北移，

利用国内的廉价劳工，香港则由工业转型至集中发展服务性行业。同时由于九七问题，又触发了大量的香港居民移民外国，金融业经过1982—1985年的银行风潮后，香港的银行监管渐趋成熟，所以全世界最大的国际银行及投资银行，包括日本银行，在八十年代都来香港大展拳脚，当时是金融业发展最旺盛的年代，提供了大量高薪的就业机会，亦提高了消费意识，容许多元化的服务行业争相成立，抵消了工业北移的影响。以上所述因素，导致本港在八十年代经济实质增长，平均处于7.3%的高水平。

八十年代可以说是一个交接期，工业北移为何没有产生大量失业？因为同一时期香港金融业发展迅速，创造大量高薪职业，加上移民潮，年轻一代的晋升机会很多。这批高薪的消费者制造了服务业的需求，例如高档时装、饮食、纤体及卡拉OK等行业相继出现，容许原本在工厂的劳动力，转投到服务行业，新兴的服务业，吸纳从工业界释放出来的劳动力。

九十年代出现了无以为继的现象，高科技工业没有在香港出现，劳工密集的工业则已经北移。工业生产占本

地生产总值不断下降，金融服务业亦趋饱和，日资银行因本土金融地产泡沫爆破，迅速撤离香港。酒店业因人工昂贵，酒店房间收费已达到世界级的高水平，失去“购物天堂”的美誉。政府坚持联系汇率，为了解决就业便大量投资基建，如新机场等，结果产生了高通胀、负利率的现象，资金为了保值涌入地产投机，结果这个地产泡沫在1997年爆破，经济亦在1998年大幅倒

退。整个九十年代年增长率只有3.9%而已。可以说后工业时代风光不再。

2000年香港亦经历了网络泡沫，使该年的实质本地生产总值上升了10.2%，从2000年到2003年，实质经济年增长能够维持在4%，是靠2000年的网络泡沫所赐。2004年我们希望本地生产总值在自由行及CEPA带动下，会有一个较理想的增幅，估计可达到7.5%。

表2:本地生产总值、恒指及公司溢利比较

年份	1964	1977	1997	2003
恒指 (每日收市平均数)	100	429	13,375	10,291
恒指纯利 (每年平均)(港元)	N/A	37	872	886
本地生产总值 (包通胀)(亿港元)	118.53	727.24	13,445.46	12,349.44

表3:以每年平均增长率比较本地生产总值、恒指及公司溢利

年份	1964-1977	1978-1997	1998-2003	1964-2003
恒指*	19.4%	21.5%	-1.4%	17.3%
恒指纯利*	NIL	17.9%	2.6%	14.4% (1977-2003年)
本地生产总值 (包通胀)	15.5%	15.9%	-1.4%	13.1%