

GUJING

- 在行业分析中寻找潜力股
- 在报表分析中寻找成长股
- 鉴别财务报表数据
- 选择恰当的买卖时机

股经

国信证券有限公司 胡关金 等著



本书撰稿人：

胡关金 田黎瑛 许 翔

邢修元 周 枫 张 进

周海平 夏 彬

前 言

经常有投资者问：

“买什么股票好？”

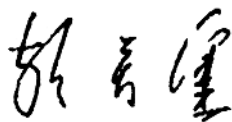
“什么时候买(卖)股票？”

我常常语塞，这不是三言两语所能讲清楚的。要回答“选股”和“选时”这两个股市投资的核心问题，关键要真正树立投资的理念。买股票实质上就是买企业。如果你把钱投资于企业，就需要全面了解企业的财务状况、经营状况和未来发展潜力。投资股市的道理也是这样。或许人们会说，投资股市哪有这么简单？让我来说，掀开层层雾纱，就这么简单。当然，说起来简单，做起来不容易。

对投资股市，我们的基本看法是：首先，树立正确的股市投资理念和确立良好的投资行为准则，战胜“恐惧”和“贪婪”，保持理性而不为情绪所左右。这方面，投资者可依据“安全边际”原则和“成长性”原则，采取“中长期

持有”策略。其次,选股应注重企业的内在价值,突出企业的行业相对优势和自身成长性。从企业间比较的角度来看,所选择的潜力股应主业优势突出,具有广阔市场前景、垄断性、大集团背景和资源优势等竞争优势特征。除了行业分析之外,财务分析也是我们选择“成长股”最常用的有效方法,这方面大家可以借鉴有关财务评估体系,它对分析评估企业的相对优势和评判企业成长性均具有一定的参考价值。这里还有一点要注意,就是在分析财务报表的时候,需要认真判别财务报表数据失真,特别是在分析应收账款、投资收益、存货和关联交易等财务数据时,应综合运用账户分析法、数字判别法和调查询问法,“去伪存真”,力求提高财务分析的准确性。此外,成功的投资还需要把握“恰当”的时机,建议大家综合运用宏观经济景气周期分析和技术分析来把握大的“多空”时机和具体的投资操作时点。

本书对上述几方面均作了深入浅出的阐述。我衷心希望本书所阐述的投资理念和投资分析方法有助于投资者在“恰当”的时候买入“恰当”的股票,避免在“不恰当”的时候买入“不恰当”的股票,成为股市赢家。同时,书中不当之处还请读者批评指正,以便再版时改进。



1997年12月23日

目 录

第一章 进入股市前准备	(1)
“恰当”的时候与“恰当”的股票	(1)
必须遵循的原则	(6)
第二章 在行业分析中寻找潜力股	(36)
潜力股生长在什么样的产业中	(37)
哪类企业能成为潜力股	(64)
新股:机会与风险并存	(107)
第三章 在报表分析中寻找成长股	(121)
财务报表分析	(121)
隐藏在数字中的潜力股	(161)

第四章 鉴别财务报表数据	(184)
财务报表失真的责任	(184)
保留意见意味着什么	(190)
上市公司财务报表失真的主要情况	(202)
财务报表分析判别的主要方法	(222)
第五章 选择恰当的买卖时机	(228)
与经济周期共进退	(228)
买卖时点	(236)
附录 深沪上市公司 1996 年财务状况 评估表	(279)

第一章 进入股市前准备

股市充满了美丽的陷阱,充满令人好奇的不确定性,未来股价充分展现了哲学的“不可知论”。在股价的“随机漫步”过程中,一部分人赚大钱,有些人持平,但相当部分的人赔钱。这就要求我们不仅要战胜自我,克服人性的贪婪与恐惧,更需要超然的心态和过人的智慧,如此方能战胜市场,走向成功。本书将带您跨过一个一个陷阱,越过一道道障碍,帮助您找到战胜股市的信心、方法和智慧。

“恰当”的时候与“恰当”的股票

成功的投资就是要在“恰当”的时候买入“恰当”的股票,避免在“不恰当”的时候买入“不恰当”的股票。要做到这一点很不容易。投资者不仅需要正确的投资理念,而且还要不断地研究市场和认识市场,充分顺应市场。我国股市的发展历史深刻地说明了这一点。

一、“恰当”的时候很重要

回顾历史,我国股票市场总体走势大幅振荡,呈现明显的投机市场特征。大致来看,1992—1993年,股票供给相对不足,以邓小平南方讲话为契机,总体经济步入快速增长时期。相应地,深沪股市进入第一次“牛市”阶段,深圳综指和上证指数分别由1991年9月的48点和180点升至1993年2月的368点和1558点。1993—1994年,由于前期经济扩张带来经济过热,政府实施以紧缩性货币政策为特征的宏观经济政策,宏观经济步入紧缩期;另一方面,股市扩容却明显加快。以此为背景,深沪股市步入“熊市”,深沪股指分别由1993年2月的高点跌至1994年7月的95点和326点。1994—1995年,深沪股市处于盘整阶段,此间除了1994年8月和1995年5月因“政策性利好”而短暂冲高之外,市场总体趋势的盘整特征较为明显。这一阶段,新股扩容速度明显放慢,期货市场整顿而使股市资金分流有所缓和。同时,宏观经济经过一年多的紧缩治理,过热的经济状况已经得到一定的修正,经济紧缩对股市的影响已有所释放,在这些外部因素制约下,股市也呈现无趋势的整理形态。1996年到1997年5月,深沪股市展开新一轮较为猛烈的“牛市”行情,此间深沪股指最高曾分别冲至520点和1510点,这一轮“牛市”行情与宏观经济向好和微观经济复苏是一致的。

虽然股市每次大波段的涨落均与基本经济面状况保持一定的对称性,但从成交量“峰谷”转换的不稳定性和股指大幅波动来看,市场本身的投机行为对市场总体趋势也产生较大的影响。我国股市仍具有发展初级阶段的典型特征,这与 40 年代以前的美国股市和 80 年代以前的香港股市较为相似。

相对长期“慢牛”的成熟市场来说,在投机气氛较浓的非成熟市场中,股指大幅起落,股票有齐涨齐落倾向,选择股市投资的“时机”即“恰当的时候”就显得很重要。

从图 1—1、图 1—2 可以很直观地看到,1993 年 2 月卖出股票和 1996 年 1 月买入股票均是明智之举,而 1993 年 2 月买入股票和 1996 年 1 月卖出股票则是大错特错。同样,1994 年 7 月买入股票、9 月卖出股票也令你得意不已。可见,在投机型市场中,“恰当”的时候非常重要。

二、“恰当”的股票是核心

掌握“恰当”的时候之后,最终还要落实到“恰当”的股票上。面对前面同样的总体市场趋势,个股走势却强弱迥异。举例来看,“广电股份”和“四川长虹”同属沪市彩电行业上市企业,这两只股票自上市至 1994 年 7 月沪市最低点,“广电股份”下跌 71.7%,而“四川长虹”仅下跌 43%;相反,在 1996—1997 年的“牛市”行情中,“广电股份”的最大涨幅仅为 139%,而“四川长虹”则高达

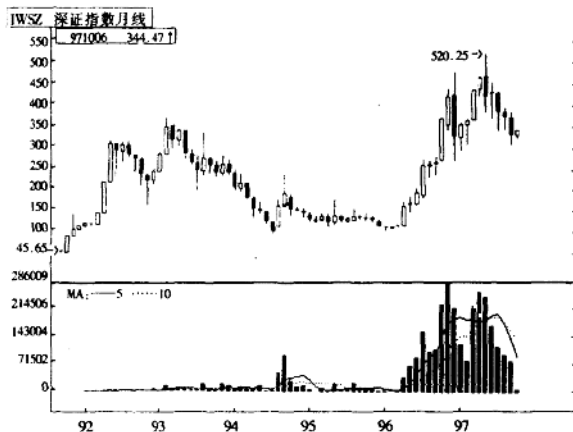


图 1—1

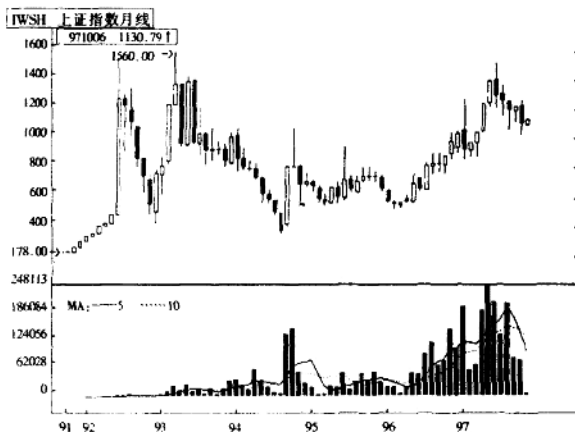


图 1—2

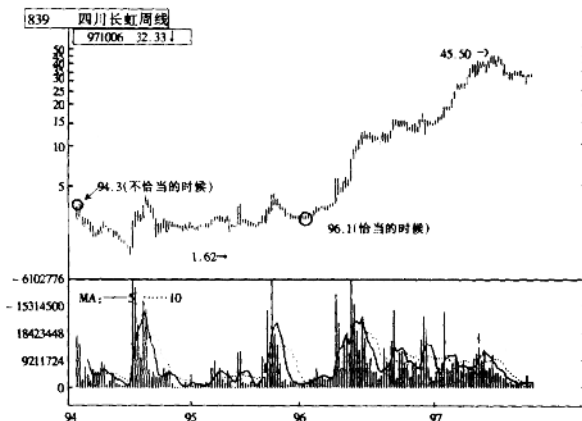


图 1—3

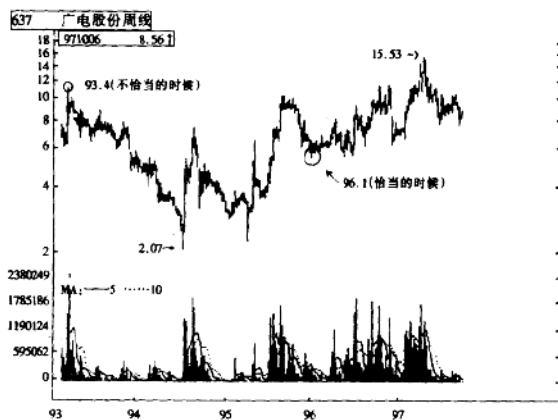


图 1—4

1280.8%，“广电股份”涨少跌多，“四川长虹”涨多跌少，两者市场表现大不一样。见图 1—3 和图 1—4。

从经营的角度来看，在 1993—1996 年期间，“广电股份”的主营业务收入和净利润额指标基本呈逐年下降趋势，1996 年亏损达 1.7 亿元。而同期“四川长虹”的主营业务收入和净利润额均保持年均 50% 以上的速度增长，1996 年净利润达 16.7 亿元。

与“广电股份”相比，“四川长虹”是一只“恰当”的股票。若在“不恰当”的时候，如 1993 年 4 月，以 19 元/股买入“广电股份”一直持有至今（1997 年 8 月），仍然回报较差；而同样在“不恰当”的时候（1994 年 3 月）买入“四川长虹”，按每股 20 元计，一直持有至今，虽然也经历深度套牢，但最终投资回报依然十分丰厚，高达 940%。可见，“恰当”的股票不仅“涨多跌少”，而且即使在“不恰当”的时候买入，仍有获利，只是投资效率高低差别而已，“恰当”的时候买入，就更能达到投资收益最大化的效果。因此，选择“恰当”的股票成为投资成功的核心，而在“恰当”的时候买入“恰当”的股票则是股市投资的一种最高境界。

必须遵循的原则

“不依规矩，不成方圆”，成功的投资除了需要通过

一定的投资分析技术解决“恰当”的时候和“恰当”的股票之外,在实际操作中,还需要头脑清醒,保持理性而不为情绪所左右,确立良好的投资行为准则,战胜“恐惧”和“贪婪”。只有战胜自我才能战胜市场。

一、“安全边际”原则

“安全边际”(Margin of safety)原则是美国经济学家本·格雷厄姆倡导的投资原则。“安全边际”是指股票的价格低于其实质价值,这个“价差”就是“安全边际”。作为投资原则,就是要求投资者在股票市场价格被低估时投资持股,而在股票价格被高估时抛出股票。

“安全边际”原则的意义首先在于它可以使投资者减少或避免股票投资的价格风险。如果投资者的购买价格与股票实质价值之间的差价足够大,则投资的价格风险就会非常低。“安全边际”原则的另一个意义还在于,如果投资者能够以远低于实际价值的价格投资股票,当市场进入升势时,投资者就会因此获得超过市场平均利润的超额利润。因此,“安全边际”原则是能够同时解决“恰当”的时候和“恰当”的股票的投資法宝。

“安全边际”原则可以说是对许多成功投资者的经验总结。“股王”巴菲特(W·Buffett)由100美元起家,凭借成功的股市投资,现已成为身价超过200亿美元的世界巨富。巴菲特几十年的平均投资回报率高达28.6%,成为战胜“华尔街”的英雄。巴菲特成功的一个重要原因

就是长期坚持“安全边际”投资原则。

1. “股东盈余”价值评估法。

成功运用“安全边际”投资原则的关键在于客观地评估企业的价值。巴菲特于 1988 年第一次开始购买“可口可乐”股票,到 1989 年已持有 1 亿股的“可口可乐”,总计投资 10 亿多美元,占巴菲特领导的柏克厦普通股投资组合的权重高达 35%。对于这一大胆举动,当时许多投资者并不理解,而在巴菲特看来,当时“可口可乐”股价被明显低估,投资“可口可乐”具有较大的“安全边际”。下面,我们试用二阶段贴现模型来加以评估。

1988 年“可口可乐”的股东盈余,即净现金流量^①为 8.28 亿美元,而 1981—1988 年间,股东盈余每年以 17.8% 的成长率增长,因此,运用二阶段现金流量贴现模型,对可口可乐公司的实际价值作出如下评估:

(1) 假设“可口可乐”未来 10 年内的股东盈余每年以 15% 的比例增长,第 11 年以后以 5% 的速度增长,使用 9% 的贴现率(贴现率的高低依投资者对被评估公司的风险状况及市场总体盈利状况等经验因素来设定,详见股息贴现评估法中 k 的说明),则“可口可乐”的企业价值为:

$$V_1 = \frac{8.28(1+15\%)}{(1+9\%)} + \frac{8.28(1+15\%)^2}{(1+9\%)^2} + \dots + \frac{8.28(1+15\%)^{10}}{(1+9\%)^{10}} \\ + \frac{8.28(1+15\%)^{10} \cdot (1+5\%)}{9\% - 5\%} = 483.84 \text{ (亿美元)}$$

^① 净现金流量 = 净利润 + 折旧 + 损耗 + 分期偿还费用 - 资本支出 - 其他额外营运资本支出

(2) 假设未来 10 年股东盈余以 12% 的速度增长, 其他条件同上, 则可口可乐公司的评估价值为:

$$V_2 = \frac{8.28(1+12\%)^1}{(1+9\%)} + \dots + \frac{8.28(1+12\%)^{10}}{(1+9\%)^{10}} \\ + \frac{8.28(1+12\%)^{10} \cdot (1+5\%)}{9\% - 5\%} = 381 \text{ (亿美元)}$$

(3) 假设未来 10 年股东盈余以 10% 的速度增长, 则同样条件下可口可乐公司的评估价值为:

$$V_3 = \frac{8.28(1+10\%)^1}{(1+9\%)} + \dots + \frac{8.28(1+10\%)^{10}}{(1+9\%)^{10}} \\ + \frac{8.28(1+10\%)^{10} \cdot (1+5\%)}{9\% - 5\%} = 324 \text{ (亿美元)}$$

(4) 假定未来股东盈余均以 5% 的速度增长, 则可口可乐公司的评价为:

$$V_4 = \frac{8.28}{9\% - 5\%} \\ = 207 \text{ (亿美元)}$$

对照市场情况来看, 在 1988 和 1989 年, 也就是巴菲特购买“可口可乐”期间, 可口可乐公司的市场价值均值为 151 亿美元, 可见, 巴菲特对“可口可乐”的投资具有明显的安全边际——内在价值与市值(投资成本)之差可能达到 27%—70%。事后的市场走势显示, 在 1988—1993 年短短的 5 年时间里, “可口可乐”的股价上升了近 5 倍, 可见, 巴菲特依据“安全边际”原则所进行的这一大宗投资是非常成功的。

2. 其他两种价值评估方法。

关于股票内在价值评估, 除了前述股东盈余评估法

之外,下面再简单介绍股息贴现评估法和市盈率评估法。

(1) 股息贴现评估(DDM)法。

该方法的基本思路是股票的价值是所有未来股息的现值。数学上可推导如下:

股票的内在价值可以定义为第一年年末的股息(D_1)和预期的股票售价 P_1 之现值,即:

$$V_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + K}$$

其中,贴现率 K 为市场资本回报率,它由无风险回报率和个股风险回报率两部分组成。^①

上面的式子可进一步推广为:

$$V_0 = \frac{D_1}{1 + K} + \frac{D_2}{(1 + K)^2} + \cdots + \frac{D_n}{(1 + K)^n}$$

若假定股息稳定增长,年增长率为 g ,且 $K > g$,则得出稳定增长的股息贴现模型:

$$V_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

该模型说明股票的价值取决于股息和贴现率两个因素,对于成长型公司来说,股息成长速度越快,股票的价值越大。

事实上,公司在某一时间阶段内股息可能不稳定地快速上升,且有几年内增长率 $g_i > K$,之后稳定增长,且

^① 贴现率 K ,由资本市场定价模型 CAPM, $K = R_f + \beta[E(r_m) - R_f]$ 决定,其中 R_f 为无风险回报率, β 为某种股票 β 系数, $E(r_m)$ 为市场总体预期回报率,因此, K 的高低取决于不同股票的风险状况以及市场的一般盈利水平,个股风险越大,投资者所要求的资本回报率 K 也越高。

$g_j < K$, 则可用二阶段贴现模型来评估股票内在价值:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_0(1+g_i)^i}{(1+K)^i} + \frac{D_i(1+g_i)}{K-g_i}$$

(2) 市盈率评估法。

市盈率评估法也是常用的股票价值评估方法之一, 市盈率 M 可表述为:

$$M = \frac{P_0}{E_1}$$

由于 $P_0 = D_1 / (K - g)$, $D_1 = E_1(1 - b)$, $g = ROE \times b$, 其中 b 为企业利润再投资比例, ROE 为资产收益率, 因此有:

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1 - b}{K - ROE \times b}$$

从上式可以看出, 企业的净资产收益率越高, 其股票的市盈率也越高。当净资产收益率高于市场资本回报率 (K) 时, 企业利润的再投资比例越高, 其股票市盈率越高; 若净资产回报率低于市场资本回报率 (K) 时, 企业利润的再投资比例越高, 其股票市盈率越低。因此, 在股票价值评估中, 相关企业本身的两个变量即企业的投资质量和股利政策将是重要的参考因素。这也从理论上说明了, 若股价一定, 成长型股票的市盈率会随着盈利和股本的双重扩张而逐步下降; 若市盈率不变, 则其股价会呈逐步上升的“牛股”形态。

3. “深发展”价值几何?

下面我们以“深发展”为例来说明股票的价值评估方法。“深发展”凭借其优良的业绩和良好的成长性, 由