

价值投资指南，股民获利宝典

A Guide for Value Investment,  
A Valuable Book for Investors

# 中国上市公司投资价值 动态比较分析研究（二）

Dynamic Comparative Analysis  
on Investment Value of Listed Companies  
in China ( 2 )

赵惠芳 等著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

# 中国上市公司投资价值 动态比较分析研究 (二)

Dynamic Comparative Analysis  
on Investment Value of Listed Companies  
in China ( 2 )

赵惠芳 等著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

### 图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司投资价值动态比较分析研究. 二 / 赵惠芳等著. —上海:立信会计出版社, 2018. 8

ISBN 978-7-5429-5891-4

I. ①中… II. ①赵… III. ①上市公司—投资效率—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 167630 号

策划编辑 张巧玲 杨帆  
责任编辑 张巧玲 杨帆  
封面设计 南房间

### 中国上市公司投资价值动态比较分析研究(二)

---

出版发行 立信会计出版社  
地 址 上海市中山西路 2230 号 邮政编码 200235  
电 话 (021)64411389 传 真 (021)64411325  
网 址 www.lixinaph.com 电子邮箱 lxaph@sh163.net  
网上书店 www.shlx.net 电 话 (021)64411071  
经 销 各地新华书店

---

印 刷 江苏凤凰数码印务有限公司  
开 本 890 毫米×1240 毫米 1/16  
印 张 25.75 插 页 1  
字 数 775 千字  
版 次 2018 年 8 月第 1 版  
印 次 2018 年 8 月第 1 次  
书 号 ISBN 978-7-5429-5891-4/F  
定 价 108.00 元

---

如有印订差错,请与本社联系调换

# 前 言

## 一、成因

本书是继《中国上市公司投资价值分析研究》<sup>[1]</sup>《中国上市公司投资价值比较分析研究》<sup>[2]</sup>和《中国上市公司投资价值动态比较分析研究(一)》<sup>[3]</sup>所写的系列丛书之四。

该系列丛书针对中国股市出现的种种问题,在面临转型的关键时期,着重推出一种适应于当下和未来相当长时期中国股市的比较价值投资理论和方法。它首次提出了比较价值投资理论。该理论以价值为基础,运用比较原理,通过比较一定区域(行业)投资对象的比较投资价值和比较市价确认比较安全边际,并据以确定投资对象的投资顺序的最优价值投资决策理论。它从比较安全边际的角度成功地解释了比较价值投资发生的重要起因和客观结果;从金融视角通过资本合理流动和有效配置反映出一定区域内乃至国际间的比较优势;它也是一个具有相似要素禀赋的国家间金融资本竞争理论,能够有效地分析资本的分配比较优势及其对国家经济的影响。它为投资者提供了最有效的在各个方面都优于现行“投机”和“价值投资”的股票投资决策方法;能够在一定程度上解决现行股市所存在的一系列问题,引导上市公司注重投资对象的内含价值的提升和长期稳定发展,帮助投资者作出最优而非较优投资决策,实现最大正和博弈,有效地规避投资风险。

《中国上市公司投资价值分析研究》,针对中国股市及上市公司存在的问题提出了相应对策;分析研究了全部A股上市公司投资价值,即以价值投资理论为指导,以深沪两市2014年第1季度证监会公布的17个大类,90个行业的2466家A股上市公司为对象,通过有效分类汇总为39个行业,以2013年度财务报告数据为基础,选取13个能够反映财务能力,体现公司价值的指标,作为评估各上市公司投资价值的指标体系,建立指标模型,运用SPSS软件,采用因子分析法与聚类分析法进行投资价值分析研究,确定分析对象的投资价值总量及排名,并合理划分层级,联系实际进行深入分析研究,得出量与质有机结合的投资价值结论;并借助实例介绍了比较价值投资具体操作方法,进行了相应环境保障分析。旨在为投资者提供比较价值投资参考,以降低其投资风险,提高投资收益。

《中国上市公司投资价值比较分析研究》,首先研究了中国股市现状及应对策略,中国股民价值投资存在的问题及对策;然后进行了上市公司投资价值比较分析,即在《中国上市公司投资价值分析研究》的基础上,采用与之相同的上市公司分类标准,理论依据和分析研究方法,以2483家A股深沪上市公司2014年度财务报告数据为基础,结合2013年分析研究结果进行的比较分析研究,得出量与质有机结合的投资价值结论;并进行了有效扩展,在对上市公司的投资价值进行比较分析研究的基础上,论述了上市公司价值管理、市值管理存在的问题及对策,提出了依据上市公司投资价值,结合投资时的市值,计算市值偏离度,确定投资顺序的价值投资操作方法,以实例为证。

《中国上市公司投资价值动态比较分析研究(一)》,首先研究了股市与股价VS投资价值,投机与投资VS价值投资等理论问题,首次完整系统地论述了比较价值投资理论;其次,在《中国上市公司投资价值分析研究》和《中国上市公司投资价值比较分析研究》的基础上,采用与之相同的上市公司分类标准,理论依据和分析研究方法,以2802家A股深沪上市公司2015年度财务报告数据为基础,结合2013年和2014年分析研究结果进行了动态比较分析研究,得出量与质有机结合的投资价值结论;最后,在研究了比较价值投资决策要素基础上,以农、林、牧、渔业上市公司为例阐述了比较价值投资的操作方法。

通过对连续三年的上市公司投资价值进行动态比较分析研究,能够比较客观全面地反映出上市公司

的投资价值情况,为广大投资者提供可以随时直接采用的比较价值投资操作方法。(1)前述研究得出的动态比较投资价值结论具有滞后性。由于证券市场千变万化,各家上市公司的生产经营方针政策、财务状况、经营成果等也必然不断发生着变化,相应地,依据财务报告所估算的上市公司投资价值也必然发生着变化,加之财务报告的滞后性,往往会使估算出的上市公司的投资价值不能完全适应投资者投资时的实际,只有继续连续进行动态比较分析研究,才能得出投资对象的投资价值变动趋势和规律,与投资者投资的时间越加接近,给投资者更加有效的参考依据。(2)股市扩容迅速。根据证券交易所最新数据显示,2017年,深沪两市共有438只A股股票上市。截至2017年年底,A股上市公司共有3483家。新上市的公司应该加入被分析研究的行列中与同业兄弟比肩前行。(3)股市发展空间巨大,前景广阔,大有赶超美国之势。当前,深沪两市总市值约50万亿元人民币,GDP68万亿元,两者之比约70%,沪市平均市盈率14倍左右,深市平均市盈率在41倍左右,属于市值低估市场。与此同时,美国股市总市值约28万亿美元,GDP18万亿美元,两者之比超过150%。中国GDP占全球14%,美国GDP占全球的22%。全球股市总市值约70万亿美元,中国股市总市值约7.2万亿美元,只占全球的10%多一点,美国股市总市值约占全球的40%。所以,从发展空间来讲,中国远大于美国,况且,中国的经济实力一直呈不断快速或较快速递进,受经济新常态的影响,股市新常态也已既成事实,继续分析研究有利于发现中国股市新的差异和增长点,为助推经济上位、股市上位打下基础。(4)中国股市的稳健程度和投资回报较差,且问题较多,层出不穷。

针对上市公司投资价值及市价不断变化的实际情况,在发展迅速,机制日益长效,前景广阔,困难居多,转型已经既成事实的关键节点,中国股市迫切需要适应当下和今后一段时期投资者进行价值投资的切实可行的相应理论和方法的指导。为此,我们继续撰写该系列丛书之四——《中国上市公司投资价值动态比较分析研究(二)》,以继续给予力所能及的解决和解答。

## 二、架构

本书全部内容可谓是一个特大实证研究系统,目的是提供可供股票投资者进行比较价值投资所依据的相关信息,共分三个部分。

第一部分,理论分析研究。该部分主要通过论述中国股市新常态下的发展战略;深入研究了现行股市规律存在的问题,分析了其偏移的原因,首次提出了适应当下中国股市的以价值为核心的股市新规律,论述了其在股市运行的依据和可能性;论述了收入分配不公的理论透析及解决办法,并以上市公司员工股票期权为例说明了其操作办法和可行性,为在一定程度上解决我国当前收入分配不公问题,也为广大投资者提供了适时进行比较价值投资的辅助理论依据和可靠收益保障。

第二部分,实证分析研究。该部分是重点,首先,为便于投资者进行动态比较分析,及时了解上市公司的投资价值发展变化状况,作出切实有效的比较价值投资决策,本书采用与前述三本书相同的上市公司分类标准、理论依据和分析研究方法,即将深沪上市公司分别39个行业以2016年财务报告为研究依据,参考同花顺数据库信息,选择能够反映上市公司投资价值的一系列财务指标,建立模型,运用SPSS软件,采用因子分析法估算各家上市公司的投资价值总量及排名,得出比较投资价值。然后,联系实际,结合2013、2014、2015年连续三年的分析研究结果,进行动态比较分析研究,其中,对打分排名前十位(小行业酌情减少)的上市公司进行了重点分析。以此作为比较价值投资的直接依据。其中,在各个行业投资价值的分析研究中,将有特殊情况的如数据不全的公司,由于不具备可比性,将其剔除,最终参与对比分析研究的上市公司有3115家。最后,对每个行业的上市公司投资价值进行了聚类分析,以提供便于组合投资等的相关信息。运用SPSS软件进行的数据采集、计算、处理、核查等工作,主要由郝福新、金娟霞和杜赛赛等在读研究生同学完成,详见第二部分各章节后参著。

第三部分,比较价值投资决策方法。首先,以农、林、牧、渔业上市公司为例,将其连续三年的比较投资价值与投资时的比较市价相比较,找到二者的契合点,计算确定投资对象的比较安全边际与风险区域,据以确定投资顺序,为广大投资者提供比较价值投资具体决策方法和相关建议,引导上市公司注重内含价值的提升和长期稳定发展,能够在一定程度上解决现行股市所存在的一系列问题。其次,简要论述比

较价值投资攻略,以帮助投资者精选投资对象,节简投资时间,优化投资效果。

### 三、简化

本书初稿约190万字,过于庞大,考虑到各个行业均运用相同的分析要素、假设条件、分析方法、指标体系及各个指标的计量单位等,为避免重复,节省版面,方便阅读运用,所有行业一律不再对其加以论述。简化掉了除农、林、牧、渔业的所有行业的标准化数据,趋势化数据和树状图等内容。它们均由初始数据运用SPSS软件作业生成,是自动生成过渡性数据和图形,不可或缺,但一般情况下,读者不容易过多关注,若却有需要者,可与作者或出版社联系。对于初始数据采用二维码隐藏,如有需要可自行扫描查阅。对分别行业打分排名结果所进行的动态比较分析,主要选择了其中排名靠前和靠后的部分,即一般选取排名前十和后十名的公司;聚类分析的对象也是有所选择和侧重;其他未重点分析的公司,敬请读者自行参照分析。同时,简化掉了涉及诸多共享性资料的资料来源,如各家上市公司的财务报告,《中国上市公司投资价值分析研究》《中国上市公司投资价值比较分析研究》和《中国上市公司投资价值动态比较分析研究(一)》的引用内容。重复引用的参考文献除在农、林、牧、渔业上市公司投资价值动态比较分析研究附注之外,不再标注出处。

### 四、声明

本书构想、设计、组织、协调、总纂等均由本人一人完成。行业划分和分析指标的选择难免具有主观性,采用的软件也难以尽善尽美,将创业板和成指放在一起,以实名制形式为全部上市公司分行业打分、排名、聚类,有可能使研究结果存在不同程度的偏离其实,尽管连续动态比较分析研究是在分析研究和比较分析研究的基础上进行,会使得出的结论更加符合实际,但难免还会存在研究结果难以反映出完全真实的情况。希望读者在阅读使用时能够充分考虑并剔除各项可能的偏离带来的影响,尤其将几个相近但却有些许不同的规模较小的行业合并为一个行业进行分析研究的情况下的影响。由于作者水平所限,加之时间仓促,书中差错和问题在所难免,敬请读者朋友批评指正,不吝赐教。

### 五、感谢

本书能够成行,离不开诸多好心人的支持和帮助。在此,特别感谢儿子王克柔的陪伴和后勤服务,感谢钱陈红同学所做的相关基础工作,感谢郭德贵老师的理解和建议,感谢邓川老师、梁飞媛老师的关心、支持和帮助,感谢所有参与、关心及有助于本书写作、出版发行的同行友人,感谢所有热心付出的读者朋友们,愿本书真正成为你们投资获益的良朋密友。

浙江财经大学会计学院

赵惠芳

2018年8月

### 参考文献

- [1] 赵惠芳,等.中国上市公司投资价值分析研究[M].中国财富出版社,2015.
- [2] 赵惠芳,杨健兰,等.中国上市公司投资价值比较分析研究[M].中国财富出版社,2016.
- [3] 赵惠芳,等.中国上市公司投资价值动态比较分析研究(一)[M].立信会计出版社,2017.

# 目 录

## 第一部分

|   |    |
|---|----|
| 第一章 新常态股市发展战略 .....                       | 3  |
| 第一节 股市新常态理论概述 .....                       | 3  |
| 第二节 股市新常态与经济新常态同向异动 .....                 | 10 |
| 第三节 新常态股市发展趋势与发展战略 .....                  | 16 |
| 第二章 中国股市规律初探 .....                        | 23 |
| 第一节 现行股价规律存在的问题及其原因 .....                 | 23 |
| 第二节 为股市资本正名 .....                         | 27 |
| 第三节 中国股市规律 .....                          | 29 |
| 第三章 收入分配不公的理论透析及解决办法——以上市公司员工股票期权为例 ..... | 32 |
| 第一节 不公的现状成因 .....                         | 33 |
| 第二节 不公的理论透析 .....                         | 35 |
| 第三节 员工股票期权操作办法 .....                      | 36 |
| 第四节 我国实行股票期权制度的必要性和可行性 .....              | 39 |

## 第二部分

|  |     |
|--|-----|
| 第四章 农、林、牧、渔业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....       | 43  |
| 第五章 采矿业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....            | 62  |
| 第六章 制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....            | 70  |
| 第一节 食品加工业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....          | 70  |
| 第二节 酒、饮料和精制茶制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....    | 78  |
| 第三节 纺织、服装制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....       | 84  |
| 第四节 木材及家具制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....       | 92  |
| 第五节 造纸、印刷、文教和娱乐业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....   | 98  |
| 第六节 石油加工、炼焦及核燃料加工业上市公司投资价值动态比较分析研究 ..... | 105 |
| 第七节 化学原料和化学制品制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....   | 110 |
| 第八节 医药制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....          | 123 |
| 第九节 化学纤维制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....        | 135 |
| 第十节 橡胶和塑料制品业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....       | 141 |
| 第十一节 非金属矿物制品业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....      | 151 |

|      |  |     |
|------|--|-----|
| 第十二节 | 黑色、有色金属冶炼及压延加工和金属制品业上市公司投资价值动态比较分析研究 ..... | 160 |
| 第十三节 | 通用设备制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....              | 170 |
| 第十四节 | 专用设备制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....              | 179 |
| 第十五节 | 汽车制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....                | 190 |
| 第十六节 | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 ..... | 198 |
| 第十七节 | 电气机械及器材制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....           | 205 |
| 第十八节 | 计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....     | 217 |
| 第十九节 | 仪器仪表制造业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....              | 231 |
| 第二十节 | 其他制造业和废弃资源综合利用业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....      | 238 |
| 第七章  | 电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....     | 245 |
| 第一节  | 电力、热力、燃气生产和供应业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....       | 245 |
| 第二节  | 水的生产和供应业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....             | 254 |
| 第八章  | 建筑业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....                  | 261 |
| 第九章  | 批发和零售业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....               | 271 |
| 第十章  | 交通运输、仓储和邮政业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....          | 283 |
| 第一节  | 交通运输业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....                | 283 |
| 第二节  | 仓储和邮政业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....               | 292 |
| 第十一章 | 住宿和餐饮业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....               | 299 |
| 第十二章 | 信息传输软件和信息技术服务业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....       | 305 |
| 第一节  | 信息传输行业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....               | 305 |
| 第二节  | 软件和信息技术服务业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....           | 313 |
| 第十三章 | 金融业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....                  | 324 |
| 第十四章 | 房地产业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....                 | 334 |
| 第十五章 | 租赁和商务服务业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....             | 345 |
| 第十六章 | 科学研究和技术服务业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....           | 352 |
| 第十七章 | 水利、环境和公共设施管理业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....        | 360 |
| 第十八章 | 教育和卫生业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....               | 368 |
| 第十九章 | 文化、体育和娱乐业上市公司投资价值动态比较分析研究 .....            | 374 |
| 第二十章 | 综合上市公司投资价值动态比较分析研究 .....                   | 383 |

### 第三部分

|       |                        |     |
|-------|------------------------|-----|
| 第二十一章 | 比较价值投资决策方法举例 .....     | 391 |
| 第二十二章 | 比较价值投资攻略 .....         | 395 |
| 第一节   | 比较价值投资可能出现的困难及对策 ..... | 395 |
| 第二节   | 例外事项应对策略 .....         | 397 |
| 第三节   | 比较价值投资高阶技术 .....       | 402 |

# 第一部分

---

1



# 第一章 新常态股市发展战略

“新常态”源于经济领域,2014年5月,习近平总书记在考察河南的行程中说:“中国发展仍处于重要战略机遇期,我们要增强信心,从当前中国经济发展的阶段性特征出发,适应新常态,保持战略上的平常心态。”这是政策最高层首次使用“新常态”一词来描述中国经济。自此,“新常态”成了描述中国经济发展状况的一个热门名词,迅速传播。“新常态”是针对中国改革开放30多年以来GDP平均增速一直较高(年均9.8%),但自2014年起转而减速增长而言的,其中,2014年增速7.4%,2015年增速6.9%,2016年增速6.7%,且预计这个增速(或将还低一些)将维持较长一段时期,从而,中国经济转入了一个较低速增长时期,称为经济新常态。当然,经济新常态绝不仅仅是经济增速放缓,而是在其背后,还有制度环境的改变,经济结构的优化,增长助力的切换等。2014年,是经济新常态元年。

股市作为市场,是经济大市场的组成部分,而且应是领头羊作用的部分,因为股市对经济起先导作用,是经济状况的晴雨表。与经济新常态相伴相生,股市新常态也已既成事实。起步于2014年的股市新常态,在经历了2015年的疯狂牛市和牛熊转换的剧烈跌宕,以及2016年的疗伤复原,从3500点到3100点的畏缩之后,从2017年起进入全面启动时期,且一路长势缓慢稳定。这必将成为未来相当长时期股市的存在和发展状态。本章重点研究股市新常态的理论内容,股市新常态与经济新常态的能动关系,新常态股市的发展趋势及应对策略。

## 第一节 股市新常态理论概述

### 一、新常态的含义

新常态:“新”就是有异于“旧”;“常态”就是经常或自然的稳定的状态。新常态就是不同于以往的、相对稳定的状态。股市新常态与老常态相对应。研究股市新常态,应该首先从了解股市老常态入手。

#### (一) 股市老常态

自1990年12月19日,上海证券交易所举行开业典礼以来,27年时间里,中国股市基本都是以盲目发展为基调,在经历了九牛九熊的剧烈跌宕起伏后,将是盲目发展阶段的结束和新常态调整阶段的开始。

股市老常态是股市盲目发展阶段的表现形态,是监管上:以政策导向为主,市场导向为辅;投资上:以投机炒作为主,价值投资为辅;筹资上:以权钱交易为主,价值增值为辅;表现为:人为操纵、剧烈跌宕、牛短熊长的价格股市状态。股市老常态是股市发展的初级阶段的较为稳固的表现形态,与经济发展初级阶段相适应,也是股市发展必然经历的阶段性状态。它是股市新常态的前提和条件,为股市新常态打下了坚实的基础。

#### (二) 股市新常态

与股市老常态相对应,股市新常态是股市发展到一定阶段的产物,是股市发展的必然过程和阶段性表现结果,它是指监管上:以市场导向为主,政策导向为辅;投资上:以比较投资价值为主,投机炒作为辅;

筹资上:以价值增值为主,融资交易为辅;表现为:股市规律操纵、股价小幅涨跌、牛长熊短交替攀升的价  
值股市状态。股市新常态是股市初级阶段过后的较为成熟稳固的表现形态,与经济发展新常态相适应,  
也是股市发展必然经历的阶段性状态。它是股市老常态的延续和结果,是股市拨乱反正、蓬勃发展的初  
期阶段性状态。

从本质上讲,股市新常态就是股市结构的对称态,在股市结构对称态基础上的股市可持续发展,包括  
股市可持续发展稳增长。它是强调结构稳增长的股市经济,而不是总量股市经济;着眼于股市结构的对  
称态及在对称态基础上的可持续发展,而不仅仅是以股价表示的市值、上市公司数量与交易量规模最大  
化。股市新常态就是用股市稳增长促进、引领经济发展,用经济发展促进、引领股市稳增长。

## 二、原则

股票投资的基本目的在于获取收益。投资者要想获取高额收益,并尽可能地降低投资风险,除必须  
掌握股票投资的基本知识、会基本分析和技术分析外,还必须了解和掌握新常态环境下的股票比较价值  
投资的基本原则。投资者需遵循下列基本原则。

### (一) 基本面投资原则

基本面,从字面上看,意思可以理解为共同拥有的属性指标。股票的基本面,是指那一些各自都拥有  
的基本情况的汇总。股票投资的基本面分析是以判断股票市场未来走势为目标,对上市公司信息(主要  
指财务报告数据)及所处行业、相关宏观经济和政治数据的透彻分析。基本面投资原则,就是运用基本  
面分析决策是否投资的原则。信息或数据是基本分析的分析依据,应具有客观性、可靠性、准确性和及时性  
特点。这是投资的最基本原则。但投资者往往不能直接依据数据做最终的投资决策,因为数据是既定  
的、历史性的,经过人加工生成的,具有不完全可信赖性。

股市基本面包括上市公司基本面、板块基本面和大盘基本面。上市公司基本面就是上市公司状况,  
包括公司经营理念策略、公司报告、市场占有率、经营管理体制、人才构成等的历史信息和未来如预告、预  
测信息,是决策的主要依据,属于微观范畴。板块基本面是将某些处于同一行业或区域的股票划归一类  
得出的一类股票类别。例如,钢铁板块就是钢铁行业这类股票的一个类别,银行板块就是银行这个类别,  
房地产板块就是房地产这个类别。行业是从事国民经济中同性质的生产和其他经济社会活动的经营单  
位和个体机构的组织结构体系等。行业的分类法有:(1)道·琼斯分类法;(2)标准行业分类法;(3)我国  
国民经济的行业分类法;(4)我国上市公司的行业分类。按照2014年证监会分类标准,将我国上市公  
司的行业划分为17大类90小类,本书第二部分所分析研究的各个行业就是以此为基础进行的再分类的结  
果。板块分类便于找到具有行业相关性和可比性的上市公司股票。板块基本面分析是股市基本面分析  
的重要内容,是比较选股的重要依据。在一定程度上说,板块基本面决定了上市公司基本面,包括了上市  
公司基本面;板块基本面分析包括了上市公司基本面分析,是比较决策的主要依据,属中观范畴。本系列  
丛书就是采用该种基本面分析为主要分析方法分析比较上市公司投资价值。大盘基本面即股市基本面,  
包括宏观经济运行态势、板块运行情况和上市公司基本情况。宏观经济运行态势反映出上市公司整体经  
营业绩,也为上市公司进一步发展确定了背景,因此宏观经济与上市公司及相应的股票价格有密切的关  
系。在一定程度上说,大盘基本面包括了公司基本面和板块基本面,是投资者的重要参考依据,属宏观  
范畴。

上市公司基本面、板块基本面和大盘基本面,包括上市公司基本情况、板块如行业基本状况和宏观经  
济运行态势。投资时,投资者应坚持以下基本原则:以上市公司基本面为依据确定具体投资对象,以板  
块基本面为据以确定投资区域如行业,以大盘基本面为依据确定投资量或规模。基本面投资原则与技术  
性投资原则相对应,是比较价值投资必须坚持的原则。

### (二) 最优投资原则

投资者在进行股票投资时,总是希望投资的股票既流动性强、又安全性好并收益率高。但客观上这

种情况是难以存在的,因为收益与风险是均衡的。但在股市新常态环境下,运用比较价值投资可以在相当大程度上提高股票的流动性、安全性和收益率,降低风险,甚至避免风险。以此可以理解为:收益与风险是不均衡的,收益是大于风险的,绝对大于风险的。

比较价值投资理论是通过研究股市对上市公司的认知程度,选择比较市价低于比较投资价值的最优股票投资的一种股票投资基本分析理论。它运用比较原理,以相对稳定的比较投资价值为基础,将一定范围内投资对象的比较投资价值(可运用模型估算得出其比较投资价值并按照大小排序)与比较市价(投资者投资时的市价按照大小排序)进行比较,以确定投资对象的安全边际(比较投资价值排序的序数大于比较市价排序的序数)和风险区域(比较投资价值排序的序数小于比较市价排序的序数),并依据其大小确定投资顺序并据以进行投资决策的一种价值投资理论。运用该理论,可以有效指导投资者选择出一定范围内最具有而非具有或较具有投资价值的股票进行投资,从而可以作出最优投资决策。

比较价值投资决策方法的基本程序:首先,经过基本面分析,确定要投资的板块如行业,作出最优板块决策。其次,选择能够反映上市公司投资价值的一系列(本系列丛书选择 13 项)财务指标,建立模型,运用软件技术(本系列选择 SPSS 软件),采用科学方法(本系列丛书选择因子分析法)估算样本的投资价值总量及排名,得出比较投资价值。再次,将比较投资价值与投资者投资时的比较市价相比较,找到二者的契合点,计算确定投资对象的安全边际与风险区域,据以确定投资顺序,为广大投资者提供比较价值投资具体决策方法和相关建议。详见第二十一章。依次,可以帮助投资者选择出安全边际最大的投资对象,作出最优投资决策。

由于比较价值投资决策是最优投资决策,因此,比较价值投资决策所获得的收益就是最优投资收益,也就是绝对满意投资收益。最优投资原则也就是绝对满意投资原则。

比较价值投资克服了个别性、片面性、静态性及可操作性差的不足,呈现出整体性(局域性)、全面性、动态性和易于操作的突出特点。但由于估算上市公司投资价值运用的是财务报告数据(历史数据),与市价(投资时数据)存在“时间差”且二者都经常波动,大盘及环境变化也客观存在,因此,投资者应密切关注这一系列变化,包括投资价值变化,市价变化和環境变化等,并根据变化情况适时调整投资决策。

行业的选择、具体对象的选择,时间差的不同、调整的适时程度等都是比较价值投资的风险因素,是非系统风险因素,也是投资者运用比较价值投资的熟练程度的表现。系统风险因素在此不予以论述。

### (三) 稳健投资原则

稳健投资原则也称理性投资原则,是指投资者在进行股票投资时应坚持理性的态度,应建立在对股票投资具有充分的客观认识的基础上,通过认真地进行比较价值投资分析以后而进行的投资活动。即在入市投资前,不仅要正确理解相应的比较价值投资理论,还应对其决策方法有熟练操作能力,依据所选择的行业中的最优投资对象即安全边际最大的股票进行投资。同时,还应具有一定的风险意识,并能承受一定的风险。稳健性原则倡导以中长期投资为主,注重动态变化趋势:以历史业绩为基础,以比较投资价值为标准,以比较市价为核心,以安全边际为决策依据。

稳健性原则也包括独立思考原则,即投资者在投资决策时,应保持冷静和稳重,具有理智和耐心,独立思考,自主判断,做到有备而来。对于股市中的各种言论,坚持不可不信,不可全信原则,进行批判地吸收,决不能被股市言论所左右,更不能盲从。稳健并非死板,自主并非故步自封。投资时投资者还应密切关注比较投资价值和比较市价即安全边际的变化,关注相关信息,适时作出调整。在长期投资实际操作中,也应从成功的经验和失败的教训中进行理性的思考和总结,把握股市的走势特点和规律,顺势而为,灵活应变。

### (四) 集中投资原则

采用比较价值投资决策,集中投资原则就是将所有的投资资金适时地集中投资于具有最大安全边际或最小风险程度的上市公司股票,以获得最大投资收益。即遵循“将所有鸡蛋放到一个最好的篮子里”的原则。或者充分考虑到未来变化的可能性,投资于具有最(较)大安全边际的几家上市公司股票,即“将所有鸡蛋放到一组好的篮子里”,建立最优投资组合,获得最大投资组合收益。

集中投资原则与分散投资原则相对应,分散投资原则是将所有的投资资金适时地按不同比例,投资于若干种具有不同风险程度的股票和其他证券,建立合理的资产投资组合,使投资风险降到最小限度,即遵循“不能将所有的鸡蛋放到一个篮子中”的原则。组合投资虽不能完全消除投资风险,却能使投资风险降低。分散投资原则中的分散投资包括两个方面。一是对股票和其他证券投资进行分散,即人们通常所说的三分法。首先将总资产在存款、有价证券和不动产三个投资方向上进行合理分布;其次将有价证券投资部分在中长期股票投资、债券和短期股票投机中进行合理分布。二是在股票投资(投机)中,不应将全部资金投资于某一种股票投资。这样,投资风险将有所减少,而应该对多种股票进行分散投资。而集中投资原则则是,采用比较价值投资操作方法进行股票投资,自然消除了投资风险而是选择了最大安全边际即最大可能投资收益决策的基础上的投资,在一定程度上说是无风险投资,也无需分散风险。

### (五) 全资投资原则

全资投资原则即全部资金投资原则,是指采用比较价值投资,投资者可将全部资金集中投资于最优投资对象的原则。这里的全部资金有两个基本含义:一是股市投资者的全部资金,二是全体公民的投资资金。

股市投资者将其全部资金进行投资,即所谓满盘或满仓投资,不留余款。这是因为采用比较价值投资所作出的投资决策是最优投资决策,可谓无风险决策,不需要保留余款规避风险。这与剩余资金投资原则相对应。在传统剩余资金投资原则下,对于个人投资者而言,由于股票投资是一种风险较大、收益率较高的投资活动,在投资中赚钱和蚀本的机会同时存在,如果将全部资金用于股票投资,甚至于拆资投资,一旦亏损,必将危及正常的工作和生活,甚至出现非常可怕的后果。但比较价值投资可以在相当大程度上避免这个问题。

全民投资原则是全体社会公民都加入股票投资的原则,这是一个比较理想的原则,实际上是很难做到的。之所以倡导这个原则,是因为采用股票比较价值投资决策可以避免投资风险,而获得较大比一般银行存款投资、债券投资等更加优厚的投资收益。相比之下,按照厌恶风险原则,人们都会选择股票投资。全民投资于股市,有利于上市公司最大限度吸取社会资本集中投资,获得最优资源优势,获得最优投资效益,实现公司价值、投资资金价值和社会价值三重价值最大化。

## 三、特征

在股市新常态环境下,沪深股市正逐渐摆脱被股价左右投资决策的被动局面,日益回归正途,由股市规律逐渐操控;呈现出资金入市热度高昂,大盘稳定攀升;投资资金充足,杠杆交易剧增;筹资资金波动幅度增大,蓝筹成长交替演绎;国际化迹象日益显著等新特征。这将成为未来相当长时期的股市特征,主导市场前行的方向,成为投资者踏准新节奏的重要参照系,为比较价值投资决策提供了环境保障。

### (一) 股市规律逐渐操控市场

自1990年沪市开市以来,股市就基本都以股价波动作为投融资者、监管者及相关研究者们关注的焦点,所发现的甚至推崇的所谓股市规律,也基本都是股价波动规律,如股价循环规律、信用交换规律。它们都是股市初级阶段的产物,有其理论依据。按照黑格尔的逻辑:存在的就是合理的。股价的波动图形本身就是历史存在,是合理的。从这个意义上说,市场没有错误,即使股价错误定位也是对的。股市投融资双方依据股价波动规律进行交易决策,也无可厚非。毕竟有效把握当时,获得最大投资收益,才是博弈市场的胜利者,也是其唯一的投资目的。而哪些运用模型进行基本面分析,花太多的时间精力有效预测未来的人,并没有突出的业绩,也是基本面分析几十年来都基本没有用武之地的原因。

三十年河东,三十年河西。如今,2017年年末,伴随着经济新常态,已经开始进入新常态的股市,必然逐渐扬弃掉旧有的、盲目的、初级阶段的、不适应变化需要的所谓股市规律,代之以真正股市规律操控股市。关于股市规律,详见本章第三节。

### (二) 大盘稳定攀升

股市规律操控下的大盘必然与其投资价值相适应,总体上呈现出稳定攀升态势。2016年1月27日,

上证综指多次经历千股跌停惨剧后,市场人气极度低迷,早盘沪指小幅冲高后,恐慌盘持续涌出,早盘沪指轻松跌破 2 700 点并创下 2 638.3 点的第九次熊市新低。不过午后,权重股沉寂数日后终于出手,两桶油持续拉升,引领沪指翻红并实现深 V 反转。截至收盘,沪指小幅收绿,创业板小幅翻红,是通往第十轮牛市的起点。大盘在强势逼空确立牛市格局后,A 股市场在宽幅震荡中开启主题演绎新阶段,一直呈慢牛攀升,到 2017 年 10 月 27 日,大盘收至 3 416.81 点。21 个月,涨幅达 29.5%,可谓乐观。中国股市中长期上行通道已经打开,且逐步趋稳走强。

仔细分析 A 股市场这一演变,不难发现,A 股正呈现出资金入市热度高昂、蓝筹成长交替演绎等新特征。伴随着经济“新常态”,A 股“新常态”也将在未来几年继续主导市场前行的方向,成为投资者踏准新节奏的重要参照系。

### (三) 投资资金回流,杠杆交易减少

在改革深化与开放度提升的背景下,增量资金入市热情逐渐恢复。在稳增长、促改革的背景下,投资者对经济面和市场面信心大增,一系列政策促使无风险利率出现下行趋势,推动风险偏好逐步提升,资金入市动力逐渐恢复。在金融工具创新、入市渠道拓展等因素配合下,资金从房地产市场、信托市场、理财市场、期货市场乃至债券市场开始涌入股市。经过一年多时间,A 股市场已摆脱困扰多年的存量资金博弈格局,开始一轮增量价值驱动下的慢牛行情。2017 年年底,尽管市场出现缩量休整,但成交水平已远超行情启动前,市场承载能力大增,第九次熊市休整之后的崛起势头值得期待。

市场交易工具日益丰富,杠杆交易占比较 2015 年大大减少,撬动行情并促使天量频现的状况已经消失。从股指期货、融资融券到股指期货、个股期权,A 股市场金融工具创新在不断推进。伴随着行情演绎趋稳预期,A 股市场逐步成为各路资金关注重点,那些高风险偏好且杠杆运用娴熟的资金也会被吸引到 A 股市场,但量能有限。这一点从股指期货持仓量增高、升贴水幅度加增,融资融券规模开始扩张、买入力量占 A 股成交额比重缓慢提升等情况可见一斑。进入 2017 年年底,这些杠杆已成为撬动行情的重要一极,对蓝筹股行情形成重要助力,A 股市场成交量也由此激发。尽管或会有波动,但基本趋势不会改变。这是股市向好的力量,是一股可持续的正能量,是股市转型成功的结果的预报。

### (四) 筹资资金转化幅度增大,蓝筹成长交替演绎

这一特征由 2014 年年底的一段行情起步至今尚未结束。当时,蓝筹股备受青睐,资金调仓规模空前,行情波动频率增加,波动幅度明显增大。“12·9”大盘出现剧烈震荡、沪综指收盘下跌超过 160 点,当日 A 股创 1.2 万亿元成交天量,这在投资者心中留下深刻印象。这也是当前 A 股“新常态”的该项初始特征。经过了第九轮牛熊转换后,2017 年年底,蓝筹股的地位已经基本回复确立,成长股也备受关爱,二者轮涨激发行情潜力。本轮慢牛中,“重新洗牌”是其突出特征,即原来备受欢迎的小盘获利股逐渐被淡化,渐行渐远;实力雄厚的蓝筹与成长股越来越受欢迎,逐渐上位,呈现出蓝筹与成长交替争锋的局面。这是股市增量“活水”流入使 A 股市场水涨船高,特别是历来收益估值洼地——蓝筹股成为资金蓄水池、实现理所当然的估值飞跃。

近来表现出的对蓝筹和成长行情的关爱与兼顾,确定了新常态环境下行情切换节奏和空间转换的新格局。股市休整、震荡、轮动、切换,使市场形成交替轮涨健康格局,有利于促进股市转型升级、降低融资成本,从历史的“快牛”切换到“慢牛”是投融资双赢的局面。这是蓝筹成长股“上位”的明显标志,是蓝筹股逐渐替代“小盘获利股”的突出特征,是股市回归正常自然状态的“形象代言”。

### (五) 国际化特征显著

改革开放以来,中国经济逐步融入国际化经济大循环的轨道之中。加入 WTO 以来,以产品制造输出为主要特征的中国已经与世界经济有机融为一体且日益主导着世界经济新潮流。当前,中国国际化战略转型需要实现从产品国际化走向企业国际化,从商品输出大国走向资本输出大国,从“中国制造”走向“中国所有”,从出口导向转向投资立国,从大多数产品贴牌生产转向品牌创新,从低层次国际分工战略走向高层次国际运营战略,从世界工厂“打工者”向全球资源“整合者”转变。据有关资料显示,过去 30 多年,高储蓄率、高投资率、全球 FDI、低要素成本等因素和优势支撑了中国经济持续高增长。然而,数量型

扩张的经济模式已经难以支撑如此庞大的经济体量实现高速增长,特别是随着人口红利减少、生产要素成本上升、资源配置效率和要素供给效率下降,中国也面临着“跨越中等收入陷阱”的瓶颈。创业创新型企业和产业升级,则具备了新常态下我国经济发展将进入新阶段的全局性特征。

与此相适应,作为资本市场核心的股票市场,在中国已经加入 WTO 的情况下,无论是市场制度的变迁,还是市场结构的变迁,都受国际化这一外部因素冲击的直接影响。国际化乃是中国股市制度和结构变迁的最根本的原因之一。自 20 世纪 70 年代以美元为中心的布雷顿森林体系的瓦解,80 年代后期,英国等发达国家进行了废除证券交易固定佣金制度、允许券商同时从事自营和代理业务、向外资开放国内金融市场等一系列的金融自由化改革,到 90 年代以后,金融自由化作为金融全球化的制度基础,在各国的金融制度安排和金融改革中成为普遍现象,直至今日,国际金融体制一直在不断演变,国际金融市场也在不断变化。管制越来越松散,联合越来越紧密,趋同越来越显著,世界金融一体化的局面终将形成。与此同时,各国间的股市也越来越兼容,联系也越来越密切,扩大中国股市的吸引力,将中国股市推向世界,将世界股市请进中国,是未来不久的现状。仅日前所有的中国股票就有 A 股、B 股、H 股、N 股和 S 股等,以后还必将有更多种类的股票,如 W(world)股,即世界股票,能够在世界各国股市交易的股票。世界股市一体化,乃至世界股市一市化,是股市发展的必然结果。

#### 四、股市新常态的意义

中新网北京 2015 年 11 月 18 日电(记者李金磊)发布的一份报告指出,11 月 18 日,中国社科院上市公司研究中心、社会科学文献出版社在北京举行发布会,发布了《中国上市公司发展报告(2015)》。这份报告认为,当前中国资本市场的重要性被提升到了一个新的高度,并呈现了一些新常态,包括资金面全面宽松,降低实体经济融资成本;资本市场加杠杆,未来市场波动率会加大;充分体现国家战略;对外开放程度越来越高;并购市场异常活跃。报告认为,“资本市场比以往任何时点都显得重要。”这标志着中国股市进入了一个新常态时期。

2016 年是中国股市新常态元年,但也是仍然走熊的一年,从年初的 3 500 点到年底的 3 100 点,总体表现居全球最差之列。其间原因有熔断机制的引入,大盘崩盘式下跌,也有自 2 月 20 日刘士余上任证监会主席以来,A 股总体上稳中有升,可谓较小幅跌宕时段。进入 2017 年以来,大盘慢慢回升,呈现出稳定向好发展趋势。这都表明,大盘已经完全走出 2015 年的谷底,安全进入新常态转型时期。新常态股市是股市发展到一定阶段的必然状况,具有承前启后的划时代意义。

##### (一) 股市转型需要新常态助力

自 1990 年 12 月 19 日沪市开市以来,经历了 5 年的试点阶段,20 年的盲目发展后,已经胜过了无数次挫折和磨难,积蓄了巨大的能量,积累了丰富的经验,具备了转型升级的基础条件。新常态股市的到来巧遇此时,适应了转型升级的内涵发展需要,成为了转型升级的良好契机和导火索。或者说,股市转型升级的内涵发展需要铸就了新常态的股市局面。二者相辅相成、互为因果,是股市由盲目发展阶段到以价值投资为主体的理性发展阶段的过渡阶段,大概需要 3~5 年时间,现在已经过了 2 年。在这段时间,股市最显著的常态就是扩大规模,扩大融资并吸收新的更多的公司上市。如刘士余上任以来,加快了新股的发行速度,2016 年在股市行情总体不振的情况下,以 A 股市场的融资额度而论,包括 IPO 与再融资,2016 年 A 股的融资额超过 1.6 万亿元,创出历史新高,超过 2011、2012 和 2013 年的总和。特别是进入 2016 年下半年以来,尤其是 11 月份以来,新股发行和审核速度更是进一步加快,一日发行两只新股甚至三只新股,已成为新常态。进入 2017 年情势进一步延续,截至 11 月 26 日,A 股上市公司数量由 3 030 家增至 3 440 家,A 股市值也从 2016 年年末的 50.6 万亿元增加到了 57 万亿元,增幅达 11%,明显好于 2015 年同期(2015 年同期市值缩水 0.16%)。

未来 3 年股市将继续扩容,到 2020 年年末,A 股上市公司估计将达到 5 000 家左右。规模取胜是新常态股市的首要胜利,也是最易于获得的胜利,最显而易见的业绩。规模发展是其他改革发展的前提。

## （二）经济转型需要资本市场发力

过去的经济增长方式已经难以持续,2014年中国经济的运行格局在悄然发生着变化,到2016年年末,经济新常态已经逐步形成,主要表现在:房地产的长周期拐点已经愈发清晰,随着人口年龄结构的改变,年轻人口数量的下降将令购房需求见顶回落,房地产景气高点已经过去。历史经验证明,所有经济体的转型和结构的升级都离不开金融的服务和支持。资本市场的作用异域凸显,资本市场的转型升级成为新常态经济的最大生力军。这表现在股市扩容、创新、监管等诸多方面。资本市场的成功转型为经济转型起到了先行者的表率作用。

## （三）创新是新常态股市最强劲的驱动力

创新是股市发展最强的驱动力,是上市公司成长性的重要来源。新常态时期:(1)科技创新性上市公司将有大幅度增加,如2013和2014年参加分析的上市公司都是11家,2015年增加到20家,2016年25家,增速名列前茅。但总的看,该类公司仍然较少,未来发展空间较大。(2)上市公司内部科技创新将有较大进步,科技进步贡献率将提高到60%以上,知识密集型服务业增加值占GDP的20%;研究与试验发展经费支出占GDP比重达到2.5%。创新将围绕基础科研(海洋航空航天军民融合)、产业技术(建筑高铁大飞机)、互联网(计算云人工智能共享单车)、消费升级(物流移动支付)进行全方位展开。<sup>[1]</sup>(3)投资方法创新及其运用将成为新常态股市投资的主要方法,在盲目投资阶段,投资者的主要投资方法是投机,在新常态时期将慢慢过渡到比较价值投资。比较价值投资是迄今为止最优价值投资,本系列丛书推广采用的就是比较价值投资。对于其理论的系统论述详见《中国上市公司投资价值动态比较分析研究(一)》第二章和第二十一章,其方法运用实例每本书第三部分都有介绍,其简要介绍见本书前言。(4)股市监管政策、方式等也必然进行相应创新。

## （四）管理理念提升,监管政策得力

在新常态环境下,管理层更加意识到发展资本市场的重要性,并为未来资本市场的发展勾画出蓝图。相关“帮助支持、保驾护航”政策不断出台,无论是并购重组、鼓励创新还是多层次资本市场建设,都令市场看到监管层大力发展和改革资本市场的魄力。如由中国证券监督管理委员会于2016年7月13日发布,自2016年8月13日起施行的《上市公司股权激励管理办法》,既为上市公司股权激励提供了政策支持,也有利于使上市公司所有者与经营者实现利益共赢,能够在一定程度上解决上市公司与其员工之间的矛盾和冲突,还能在一定程度上缓解收入分配不公问题。

近一年来,A股市场坚持市场化制度建设导向,监管政策方面,新规频发、新政不断。中金策略王汉峰表示:“强化金融监管,加强信息披露,打击虚假信息、打击内幕交易、股价操纵等,有助于净化市场环境;规范杠杆融资和产品、加强机构投资者流动性管理,有助于防患于未然;坚持新股发行的节奏和力度,不根据市场涨跌调节新股节奏,打破之前‘市场跌、新股缓’的‘散户思维’预期。”此外,对于近期发布的股份减持的新规。王汉峰认为,短期对市场情绪有一定的支持,但需要根据市场节奏全面评估其正面和负面影响,尤其是后者。“从市场建设的角度看,本轮股市对于市场基础制度建设的启发在于,一是要坚持市场导向,二是要完善法律法规,强化监管,惩前毖后。”<sup>[2]</sup>

法治与监管是股市改革与发展的重要基本面。证券市场法治监管的基本方法是,通过打击内幕交易、市场操纵等违法行为,在稳步推进IPO的同时控制再融资、大股东清仓式减持,重塑资本市场制度化建设,净化证券市场生态环境。实体和金融监管使得中国做大做强上市公司越来越多,世界500强内已有20%是中国上市公司,这一趋势还将进一步强化。

## （五）更有利于优化资源配置

在当前中国货币政策以及全球量化宽松的背景下,流动性旺盛,但以银行为代表的间接融资,考虑到信用风险和抵押物质量,贷款严重倾向于产能过剩行业,代表未来经济转型的高技术产业企业因其高风险特性而面临更大的融资难题。未来资本市场将因其透明和高效的特征,成为战略性新兴产业投融资的重要场所,从而承担更多经济转型的重任。

与此同时,散户思维正逐渐被打破,市场规律导向作用日益凸显。如自2015年大跌回复基本平稳以