

郝联峰博士著

海通证券  
分析师

最新推荐

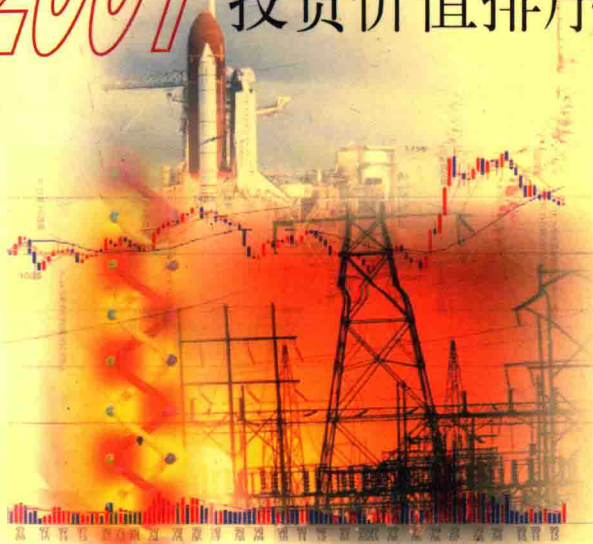
# 赢家通吃

EAVM 预测

2001

年中国 A 股  
投资价值排序

- EAVM 因无风险套利机会的存在而诞生
- EAVM 的部分内容在全景网发表后，一天之内阅读点击就超过 13000 人次
- 内附 2001 年股票投资价值表



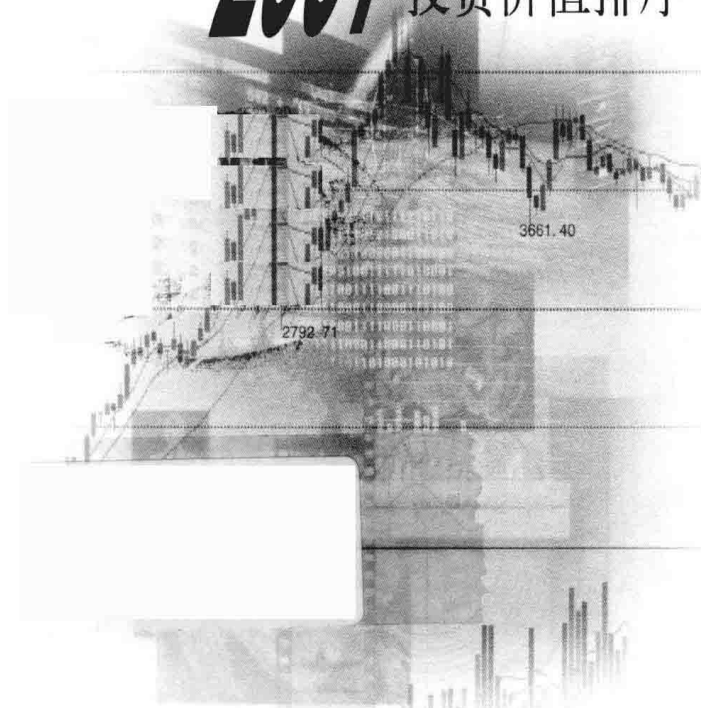
海通证券  
分析师 **最新** 推荐

《中国A股投资价值排序》课题组

郝联峰博士著

# 赢家通吃

EAVM 预测 **2001** 年中国A股  
投资价值排序



上海文化出版社

责任编辑：陈 征  
特约编辑：朱匀如  
封面设计：王志伟

---

**赢家通吃—EAVM 预测**

2001 年中国 A 股投资价值排序

郝联峰 著

---

上海文化出版社出版、发行

上海绍兴路74号

电子邮件: [cslcm@public1.sta.net.cn](mailto:cslcm@public1.sta.net.cn) 网址: [www.sbcm.com](http://www.sbcm.com)

新华书店经销 商务印书馆上海印刷股份有限公司印刷

开本 850×1168 1/32 印张 4.75 插页 2 字数 104,000

2001 年 1 月第 1 版 2001 年 1 月第 1 次印刷

印数: 1—21,000 册

---

ISBN 7 - 80646 - 300 - 3/F·29

定价: 18.00 元

## 作者简介

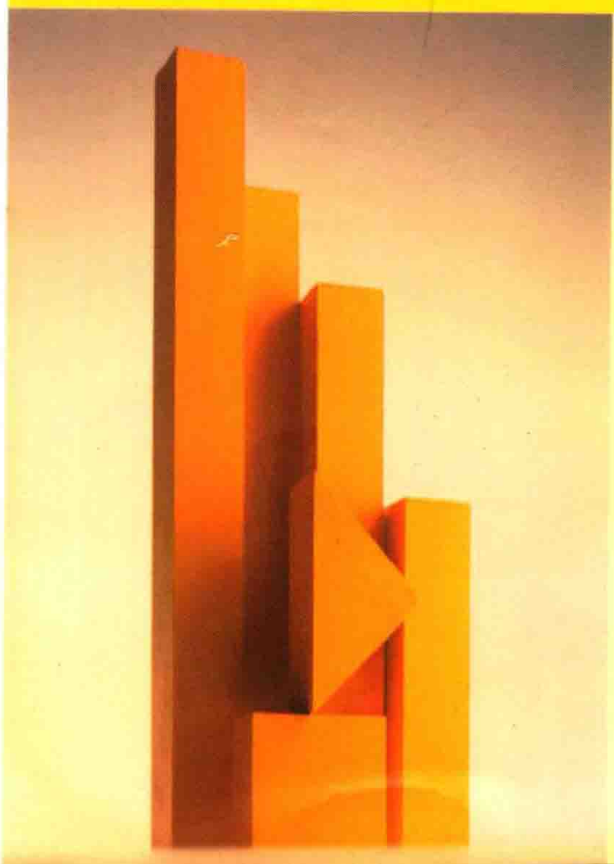
郝联峰，男，1972年生，安徽岳西人。1994年安徽阜阳师范学院数学系本科毕业，1997年厦门大学财金系硕士毕业，2000年厦门大学财金系博士毕业。现为海通证券研究所高级研究员。曾在《管理世界》、《经济社会体制比较》、《厦门大学学报》、《大公报》等学术报刊上发表论文近200余篇，出版著作10部，参与国家自然科学基金《我国公共产品最佳供应数量研究》、中国证监会课题《股票承销制度与发行定价方式市场化研究》等国家、部、市级课题8个，曾获首届全国大学生数学模型竞赛鼓励奖、首届福建省福光基金会福光奖、厦门大学优秀博士毕业生称号，是中央电视台“证券时间”的特邀嘉宾、《证券时报》“新股透视”专栏撰稿人。擅长计量分析与制度分析，主要研究领域是资产定价、风险管理、公共财政、国企改革、宏观经济分析与预测等。

作者在资产定价(含国债定价、公司债定价、基金定价、A股定价、B股定价、衍生金融工具定价)方面有独到研究。在股票定价理论研究方面处于国内领先水平，其发明的EAVM模型对权益资产的定价(内在价值评估)平均误差不到5.5%，被作为多家证券公司、基金管理公司、广大投资者投资套利的重要依据。作者1994年涉足股市，有多年证券投资的实战经验，近半年来还利用EAVM模型进行模拟操盘，已取得月平均收益率10%的成绩。

作者联系方式为：200080，上海唐山路218号311室，021-65844331(O)，65849618-3111(O)，021-65845293(F)，199-61155577，13950150521，lfhao@htsec.com。

本书指导：金晓斌 汪异明

责任编辑: 陈 征  
特约编辑: 朱匀如  
封面设计: 王志伟



在一切的才能中，最了不起的是正确估计事物的真实价值的才能。

——17世纪法国古典伦理作家拉罗什福科

## 部分投资者对 EAVM 模型的意见反馈

投资者对 EAVM 模型的意见反馈一部分来自海通证券网上讨论 (<http://www.htsec.com/bbs/contentcopy.asp?id=259>), 另一部分来自读者的信件、E-MAIL。

1. 2000 年 11 月 25 日股市放牛: 根据趋势技术分析, 排序前列的 0708 的确是一只大牛股。详情请访问: <http://www.cn99.com/cgi-bin/get-lsts?listname=w987654321>。

2. 2000 年 11 月 25 日 LBS: 郝博士能将投资价值一览表给我邮来吗? 好棒!!!

3. 2000 年 11 月 27 日 LATTE: 是的, 你发现了我找到的有价值的股票, 这股票还没人推荐, 聊天室也没人讨论, 真是太高兴了。中证报 2000 年中报点评, 我觉得海通的最实在。请多加油, 为创造有投资价值的中国股市多做贡献。我一定好好看看你的文章。

4. 2000 年 11 月 29 日 JIOUBA: 今日仔细研读了全文, 对你所界定的 EAVM 模型是用于中线投资的股票分析的工具深有同感, 当然任何工具的使用都不能生搬硬套, 关键是需要在使用的过程中不断调整和摸索。希望能定期得到最新的排序表以便更好的做一比较。

5. 2000 年 12 月 7 日 HGF: 尽管我不知你的模型是怎么来的, 但我相信你的模型一定是有科学依据的, 因为我多年的炒股经验证实了一点。比如你列在第一位的珠江实业(600684), 我就认为非常有投资价值, 我特别看好是因为他的股本结构和它的价位, 非常有利于机构的炒作。因此我想要一份最新的排序

表。

6.2000年11月21日平安证券综合研究所杨建新:读了你在11月16日第14版的《EAVM模型与中国A股投资价值排序》,感触很深,我希望《排序》一文能经常定期发表,以促进中国证券市场早日走出做庄时代,让普通散户投资者都能分享中国经济高速成长带来的好处。

7.2000年11月29日深圳王首捷:从报纸上看到《EAVM模型与中国股市A股投资价值排序》一文,感到为之一振,有了您这样的投资指导工具,作为中小投资者的我们从此不再盲目,为此我们应深深感谢您!另外,我非常希望能定期得到您的《排序》,不知可否。再次感谢!祝您取得更多的成果!

8.2000年12月6日香港多合国际投资有限公司李智:近日拜读了您的《EAVM模型》文章,感觉很有收获。希望能和您常保持联系,如有新的研究进展和股市价值排序方面的成果,如方便的话请通知我。

9.2000年12月12日ZJL:最近在海通网上拜读了你的《EAVM模型和中国A股投资价值排序》一文,觉得很好,对你和你的同事们的学识,深感钦佩!文章里虽然有很多不太懂的专业名词,但给出的结论却是很通俗易懂,可操作性强,参考价值大。所以,请求郝博士能不能将每次最新计算结果,烦您给我寄来,以做参考。

10.2000年12月13日北京LWQHY:我在网上看到您《中国A股内在价值与投资价值一览表》,非常感兴趣。希望您能在百忙之中给我E-mail一份。也非常欢迎将您们的行业研究方面的报告或有关信息给我E-mail一份。

11.2000年12月15日刘永刚:我在进行股票投资时经常遇到一些难题,最困惑的莫过于关于股票内在价值的分析。尽管

我曾学过一些与此相关的知识,但总感觉大都与中国股市的实际离得太远,耗时费神却又在实践中无用武之地,感到得不偿失。对于一些上市的老股来说,大都被所谓的庄家炒作的“面目全非”,无论你进行基本面分析,技术分析、反技术分析,还是分析传闻、内幕信息,都易遭庄家的“黑手”。而对于新股来说,由于筹码十分分散,主力是否进行收集主要看其市场定价与内在价值的偏离程度,所以很想找到一个能够计算新股的内在价值的模型。近日看到您的关于 EAVM 的文章,感到非常好,能否将此模型的详细资料寄给我,能够了解它将是我最大的荣幸。

12.2000年12月6日 STARWEIWEI:你推荐的 0601、600684 我都赚钱了,这是我炒股以来第一次安心赚钱。

13.2000年11月20日 YANGHAI TAO:我是北京一家机构投资公司的业务经理,有幸见到了您撰写的关于 EAVM 模型对权益资产定价的文章,很感兴趣,但文章中没有讲到该模型的具体内容,可能是出于某种考虑的原因,本人很想能就此事向您学习。我公司多年从事证券投资业务,平均每年运作资金在 2 亿元左右,所以希望该模型能对于我公司的投资决策起到一定的借鉴作用,可否与我联系。



## 序

著名金融工程师

清华大学财务学博士后

北京融通天网网络技术有限公司财务总监

陆金海博士

我向来主张投资者要量体裁衣,不同的资金量、不同的投资期限,要使用不同的投资分析方法,而不同的投资分析方法也可以进行组合。以前的投资分类是非常粗糙的,大资金就做庄,小资金就跟庄,长线就要用基本分析(主要是指企业分析),短线就要用技术分析。其实这种说法是不确切的,大资金和小资金、长线和短线之间都没有截然的界线,而且,大资金也可以分拆成小资金,长线也可以分拆成短线,基本分析可以控制短线投资的风险,技术分析对长线投资也有帮助。当然,这还不是问题的关键,问题的关键是,如果资金量较大,比如说一个亿,但又做不了庄、不想做庄或不允许做庄,怎么办?如果要求的投资期限不长不短,九个月,怎么办?如果资金量特别大,首要任务是控制风险,怎么办?现实中这样的例子是很多的,浙江某集团公司有4个亿的闲置货币资金,做庄又不会做,也不敢做,只好打新股。如果以后新股发行方式更加市场化,一二级市场利差越来越小,

一级市场的风险就越来越大,这种资金可能只好再存入银行了。

在郝联峰的 EAVM 模型出来之前,人们没有想,少数人想到了也无法做,那就是还有一种不同于企业分析和技术分析的投资分析方法,它可以适用于一切资金量的投资,尤其适用于中线投资——这就是股票定价。股票定价在西方是很流行的,主要是理论界流行,它属于金融工程的一个分支。在实践中,投资者很少给股票定价,最初他们把精力放在如何估计股票的未来价格走势上,如果一个企业很好,或技术指标、图形符合某种规律,这只股票的价格就要涨,如果一个企业很差,或技术指标、图形符合另外某种规律,这只股票的价格就要跌。

格雷厄姆的《证券投资分析》的面世在证券分析史上具有划时代的意义。格雷厄姆认为,好的企业,股票不一定涨,差的企业,股票也不一定跌,关键是要看股票的价值(即企业的价值)有没有被市场低估。如果股票的价值被市场低估了,比如说企业的每股价值应值 10 美元,而市场价格只有 5 美元,这样的企业的股票就一定要涨。反之,如果股票的价值被市场高估了,这样的股票一定要跌。格雷厄姆的价值投资理论被实践证明是比较科学的理论,沃伦·巴菲特、彼得·林奇都成功地运用该理论而成为亿万富翁。

格雷厄姆的时代是没有个人电脑的时代,他的企业价值分析也主要是定性分析,随着时代的发展,这种粗略的分析当然是不能令人满意的,市场上靠这种定价分析进行套利的空间越来越小,以致于巴菲特 1999 年的投资业绩有点惨不忍睹。个人电脑时代要求更精确的计算,金融工程,尤其是其中的资产定价,就是向这一方向的努力。然而,经典的资产定价理论一开始就偏离了价值投资分析的轨道,它是数量分析与技术分析的结合,而不是与基本分析的结合,因此它的定价就只能适用于短期,而

对股票价格的长期走势无法预测。1998年9月美国长期资本管理公司(LTCM)出现巨额亏损,濒临倒闭,供职于斯的国际著名金融工程大师、1997年诺贝尔经济学奖获得者默顿(Merton, Robert C.)自然是有点灰头土脸。一时间有人惊呼资本资产定价理论破产了。

经典资本资产定价理论的偏差在于,他们试图用一些技术指标(如 $\beta$ 系数、波动率 $\sigma$ )来给股票定价,结果当然经受不起亚洲金融危机这样的考验。近期的金融工程理论(如 Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1996)已开始将数理分析与基本分析结合起来,广泛地用于考察股票收益的行为模式中。郝联峰的 EAVM 模型与西方主流套利定价模型最大的区别在于它是金融工程与基本分析的结合(技术分析因素在 EAVM 模型中只占很次要的地位),因而 EAVM 模型确定的是股票内在的价值、比较稳定的价值,可以对中长线投资,尤其是中线投资进行指导。如果历史可以假设,如果 LTCM 拥有 EAVM 模型,也许他当时的日子不会像那样难过。

在中国的市场上,比 LTCM 日子更惨的投资者也不在少数。昨天晚上,食堂的保安听说我是研究证券的,非要让我给他出个主意。他说他去年(2000年)3月份44块买的300股首创科技被套住了,昨天(2000年12月15日)收盘只剩下了15.37元,问怎样才能解套,是不是要补仓。我问他,这么高的价格为什么还买呢?他说是一个好朋友推荐的,那位朋友说他的消息很多,这个最准的了,要涨到60块,所以过了几天涨到49块都没有卖,他准备留有余步,到了55块就卖掉,后来就跌下来了。我问他的月收入是多少,他说500块。我算了一下,首创科技的亏损够他16个月的工资。我就建议他看一看郝联峰的中国A股内在价值与投资价值一览表,上面给首创科技定的内在价值只有

13.30元,现在还不能补仓,要解套谈何容易。保安的表情是很轻松的,我不知道他微笑中是否隐藏着无奈。对普通投资者来说,做股票首先是要控制风险,然后才是赢利,中国证券市场上赚钱的机会很多很多,前提是你必须保住老本。EAVM模型是控制风险的最有力工具,如果当初人们拥有了EAVM模型,首创科技的悲剧就决不会上演。

保安的故事每天都在股市舞台上重演,有谁考虑过深层的投资方法与投资理念问题?如果投资者还没有掌握如何从股市上获利,那么当务之急是学会如何控制投资风险。从保护散户投资者利益的角度考虑,从促使证券市场早日走向规范的角度考虑,从证券市场未来需要更多对冲与套利分析工具的角度,也从倡导中国金融工程研究的角度,我很愿意为郝博士的EAVM模型作序。

2000年12月16日于清华园

# 目 录

部分投资者对 EAVM 模型的意见反馈 .....	1
序 .....	1
第一章  导言 .....	1
第二章  权益资产定价的国内外现状 .....	6
第三章  什么是 EAVM 模型 .....	8
第四章  发展 EAVM 模型的背景 .....	10
第五章  与 EAVM 模型相关的基本概念 .....	17
一、企业的内在价值 .....	17
二、股票的内在价值 .....	17
三、股票的投资价值 .....	19
第六章  EAVM 模型的理论基础 .....	20
第七章  EAVM 模型的原理 .....	22
第八章  EAVM 模型的检验 .....	25
一、模拟炒股 .....	25
二、新股定价 .....	25
三、机构的使用 .....	29
四、章飙博士对 SVM 模型的检验 .....	29
五、我们对 EAVM 模型的检验 .....	29
第九章  EAVM 模型的使用方法 .....	31
一、基本方法 .....	31
二、散户投资者的使用 .....	35
三、机构投资者的使用 .....	36
四、两种简化的计算股票内在价值的方法 .....	37

<b>第十章</b>	<b>SIVM 模型与大盘预测</b> .....	39
一、	预警大盘指数的宏观经济指标.....	39
二、	现有预测大盘的方法.....	46
三、	SIVM 模型预测大盘走势.....	48
四、	根据大盘设计仓位.....	48
<b>第十一章</b>	<b>EAVM 模型评估各级市场内在价值</b> .....	50
一、	EAVM 模型评估二级市场价格.....	50
二、	EAVM 模型评估新股上市价格.....	50
三、	EAVM 模型评估一级市场价格.....	58
<b>第十二章</b>	<b>个股分析</b> .....	60
<b>第十三章</b>	<b>EAVM 模型对证券市场的影响</b> .....	66
一、	培养价值投资理念.....	66
二、	减少无风险套利机会,促使证券市场更加成熟.....	67
<b>第十四章</b>	<b>EAVM 模型定价结果的启示</b> .....	68
一、	要严格区分股票价值与企业价值.....	68
二、	投资股票不等于投资企业.....	69
三、	中线是钻、长线是银、短线是加成.....	70
四、	用投资的理念赚投机的钱.....	70
五、	要牵着主力的鼻子走.....	71
六、	一切利润来自于创新.....	72
七、	深沪股市机会大致均等,深市略大于沪市.....	72
八、	不要在乎行业、板块、题材、热点与消息.....	72
九、	现金流量表非常重要.....	73
十、	重组可能性要特别考虑.....	74
十一、	市盈率提法只对较大容量的股票集合才有意义.....	74
十二、	除权后的内在价值不可想当然计算.....	75

十三、要有动态的眼光·····	75
十四、最终是在比专业、信念与忍耐·····	76
十五、市场永远提供投资机会·····	77
<b>第十五章 EAVM 模型的创新、国际地位与局限性·····</b>	<b>78</b>
一、EAVM 模型的创新之处·····	78
二、EAVM 模型的国际地位·····	79
三、EAVM 模型的局限性·····	79
<b>第十六章 2001 年中国 A 股投资价值排序一览表·····</b>	<b>81</b>
<b>主要参考文献·····</b>	<b>132</b>
<b>后记·····</b>	<b>134</b>