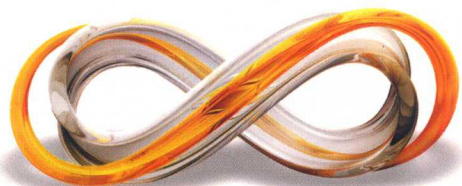


汤光华

著



深度价值投资

上市公司分析精要

从五个维度寻找投资机会

如何以

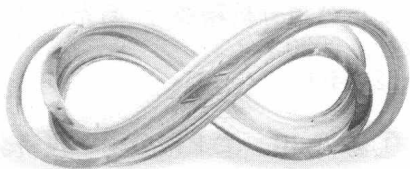
找到一家好公司？



中国工信出版集团



人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS



深度价值投资

上市公司分析精要

汤光华 著

人民邮电出版社
北京

图书在版编目（CIP）数据

深度价值投资：上市公司分析精要 / 汤光华著. --
北京：人民邮电出版社，2020.1
ISBN 978-7-115-52454-6

I. ①深… II. ①汤… III. ①上市公司—投资分析—
中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2019)第256551号

内 容 提 要

随着金融改革的不断深入和市场监管的日益完善，我国资本市场中的长线投资者日益增多，价值投资的理念正在被越来越多的人所接受。而在实践过程中，要想实现价值投资，个人投资者就需要深入分析企业的经营现状，读懂企业的会计报表，找到真正的优质企业，实现长期稳定的投资回报。

本书基于价值投资核心理念，从产业分析、战略分析、会计报告分析、财务指标分析、估值分析等方面，系统介绍了寻找具有潜在投资价值的上市公司的方法和技巧，并列举分析了众多国内投资者和上市公司的实践案例，以帮助读者为自己的长期投资筑起宽阔的护城河。

本书适合秉持价值投资理念、具有一定金融知识的个人投资者，以及券商、基金公司等机构投资者中的新入职员工阅读。

◆ 著 汤光华

责任编辑 陈宏

责任印制 彭志环

◆ 人民邮电出版社出版发行

北京市丰台区成寿寺路11号

邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn

网址 <http://www.ptpress.com.cn>

大厂聚鑫印刷有限责任公司印刷

◆ 开本：700×1000 1/16

印张：14

2020年1月第1版

字数：200千字

2020年1月河北第1次印刷

定 价：55.00元

读者服务热线：(010) 81055656 印装质量热线：(010) 81055316

反盗版热线：(010) 81055315

广告经营许可证：京东工商广登字20170147号



我
们
一
起
解
决
问
题

谨将此书献给我的母亲：

吾生挺胸有今夕，

母爱功勋数第一，

打小护航渡难关，

牵挂终生未曾息。

前言

谁说学理不实用

南宋著名诗人陆游在《冬夜读书示子聿》一诗中说道：“纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行。”这句诗的含义是，从书本得来的知识终归是浅薄的，人们未必能够理解知识的真谛，要真正理解书本中的深刻道理，必须亲自实践。有人据此加以扩展，认为要成事就得实践，不要信什么书本。

这样的扩展有一定正面意义，因为有些书本中的内容假大空，让众多辨别不了真伪的读者非但领悟不到真知，反而中毒不浅。想要成事，肯定不能只停留于书本，还需付诸实践。以投资为例，想要获得收益，就不能停留于学习投资学的相关理论知识，还要真刀真枪地去实践。

但这样的扩展也有不当之处。经过实践检验后的真知也可以记录于书本之中；有些股民在股市中摸爬滚打多年，实践经验丰富，但成绩却不尽如人意。这表明，该诗句有特定的含义，不宜胡乱扩展、任意套用。

社会经济领域中的知识，多为相对真理、条件真理。例如，本书介绍的会计造假现象、坏的企业战略、低等级的企业领导者的特征，就是一些相对真理。投资者如果不了解这些，或长期违背这些原则，只想凭借一套所谓“炒股秘籍”玩转市场，那么几年下来，很可能已被一连串的“雷”炸得魂不附体了。

别小看相对真理，它们可是处理社会经济问题的有用武器。社会经济现象不同于自然现象，短期变化可能无章法，但长期变化则有规律可循。不遵循市场规律，玩小概率游戏，在特殊时期内可能还会偶尔奏效，从长期来看必定效果不佳。进行股票投资时，有时一个错误的决策可能为你带来不错的短期收益，有时一个正确的决策在短期内可能给你带来的却是亏损。若不从决策过程及胜负概率的角度思考，就难以判断某次决策的对与错。决策过程不当，长期获胜的概率就会很低，在这种情况下，短期的成功反而会让人误入歧途。

指导人们正确处理社会经济问题的那些相对真理是从哪里来的？笔者认为，最可靠的途径就是过去几十年人类在社会科学领域积累起来的一大批学术研究成果。虽不是全部，但其中一些研究成果经过了长期的实践检验，具有普遍适用性。它们极大地提升了我们对相关问题的认知，对实践有着很好的指导意义。这样的学术成果就是笔者欣赏的学理。汇聚这类学理的书你能说它们“浅”吗？

单就股票投资领域来说，我们看到的国外经典著作，如马尔基尔的《漫步华尔街》、埃利斯的《赢得输家的游戏》等，均基于大量的学术研究，对各种投资策略进行充分论证，得出了令人信服的观点。

但凡世界上持续成功的股票投资家，不论是国外的还是国内的，基本上都是好学理的践行者：人声鼎沸的时候，只出不进；无人问津的时候，大胆买入。因为金融学相关研究已证明，流动性与预期收益成反比。社会上一些不依学理行事的人，还总爱信誓旦旦地宣称自己那套小概率玩法管用，这种现象已得到心理学的证实：有些人越不懂，越自信；人在一知半解的时候往往是最自信的，这个时候我们根本不知道自己不知道，还以为

自己已经很懂了。

价值投资者低价买入优质企业的股票，不受市场情绪的影响，伴随企业一路成长。这类实践者获得的长期成功，有着强力的学理支持。投机者长期输多赢少，也是学理早就论证过了的。在股票投资领域，有多少人比巴菲特更成功？还有什么投资部落如格雷厄姆-多德部落那样群星闪耀？

价值投资者的长期成功是遵循好学的结果。好学理深刻地揭示了现象背后的隐含规律。在这个繁花似锦的世界，在波涛汹涌的股海，不掌握点学理，头脑中没几件像样的思维武器，就凭一腔热血、几句口号，空想成功，怕是有志难成。

可以肯定的是，书本与实践已不再是简单的对立关系，不再非此即彼，两者的关系变得复杂多样，并且，情境化特征明显。附加条件，设定情境，不求绝对，但求相对，按大概率成功的学理行事，是成为人生赢家的不二法宝。用好学理指导实践，不能说时时灵验，但时间越长，效果越明显。这是学理的力量，这是科学的力量，也是好书的标准。

好书本传播好学理，好学理培养好思维，

好思维助力好决策，好决策成就好人生。

笔者得益于众多好书相伴，才得以现在夜夜安枕。作为报答，笔者也想写出一本让人们受益的好书。如果读者真的能从中受益，笔者就满足了。

本书的写作得到了国家自然科学基金项目《基于大数据的投资者关注影响企业并购的作用机理与经济后果研究（7197020736）》，以及中山大学2019年度“三大”建设文科重要成果培育专题《基于大数据的企业价值创造理论与并购决策研究》的支持。

让学理在实践中发光！

目 录

第 1 章 向左向右	1
大路朝天	1
大江东去	12
从被动投资到深度投资	27
第 2 章 产业分析	39
产业结构	39
五力模型	50
追赶与超越	67
第 3 章 战略辨析	81
好战略与坏战略	81
战略的测试	91
竞争优势	101
第 4 章 会计品析	115
会计是什么	115
三维结构品会计	124
会计报表中的诱因与警讯	135
第 5 章 财务剖析	143
财务比率	143

现金流	162
财务行为	173
第6章 货真价实	185
第几级领导者	185
估值与前景	201
315 法则	212

第 1 章

向左向右

树林里分出两条路，
我选择了较少人走的那一条，
从此改变了我的一生。

——美国诗人罗伯特·弗罗斯特，《未选择的路》

真理可能会迟到，但不会缺席。

——佚名

大路朝天

我国股票市场创设 28 年来，投资者前赴后继地进入这个市场，到如今，以直接方式参与股票投资的个人超过 1 亿人。他们参与的时间有长有短，多数受 2007 年和 2015 年两次大牛市的感召而进场。他们投入的资金量有多有少，中国证券登记结算中心的数据显示，75% 的股民所持有的股票市值在 50 万元以内。在政府、上市公司、各类投资机构以及这些个人投资者的共同努力下，我国上市公司的数量已超过 3600 家，股票市场的流通总市值已由当初的十几亿元上升到了 50 万亿元（截至 2019 年 6 月初）。

从增加直接融资规模、培养创新创业精神、改善公司治理结构、促进产业升级转型、推进经济高质量发展等宏观角度来看，我国股票市场的业绩不可谓不优异。但如果从个人投资者的投资收益角度来看，是否也成绩斐然呢？

民间有一种说法，叫“七赔二平一赚”，意思是说，七成股民亏损，二成股民不输不赢，只有一成股民是盈利的。这种说法正确与否无法考证，因为观察时期不同，结论大不一样。如果将终点放在2019年1月初，上证指数为2500点，那么该说法肯定成立。过了三个月，到了2019年4月上旬，上证指数涨到了3200点以上，该说法就要稍打折扣了。再过两个月，到了2019年6月初，上证指数又降到了2900点以下，该说法又多了几分可信度。

不管将来如何，至少到现在，这一说法与市场的实际情况还是比较接近的。来自媒体或投资机构的调查数据也证明了多数投资人是亏损的。例如，2016年，同花顺公司披露的投资账本显示，盈利的股民占股民总数的26.8%，人均赚44 935元，收益率为28.9%；亏损股民的比例为73.2%，人均亏损50 345元，收益率为-21.5%。东方财富网2017年的调查显示，当年收益为正的投资者仅占29%，亏损超20%的个人投资者的比例为55.4%，亏损在20%以内的个人投资者的比例为15.6%。

造成个人投资者大多亏损的原因错综复杂，大到国际政治经济形势、产业经济发展阶段、社会文化传统、媒体传播方式，小到人的生物本能、个人心智水平、社交圈文化、认知决策体系等。这些因素最终通过人的行为产生了或好或坏的结果。

人与人的差异很大。有些人对某些因素无动于衷，只关注某一类因素，比如对市场热点充耳不闻，对概念炒作熟视无睹，对牛人荐股置之不理，

将心思全部放在公司业绩上。这类人只想用闲钱长期投资优质公司，愿意承担股价短期的正常波动，并能在市场太热时果敢退出。有些人则不同，他们想尽快致富，想抓住几年一遇的暴利机会，对相关因素或信息给予特别的关注，并迅速做出反应。

为了避免泛泛而谈，笔者根据公开信息讨论几个投资个案。为了尽可能地体现真实性，本书采用的案例资料均来自公开信息，有据可查。介绍这几个投资者个案，目的不是评判当事人的得失，而是想就事论事，就事论理，探讨个人投资者中几类典型的行为逻辑，从理论上深究产生此类行为的前因后果。

投资者案例之一：卖房炒股的老股民

此人引起笔者的关注是因为前后两则新闻。第一次是在2013年，网络上有篇报道称此人融资炒股，先赚了400万元，之后又亏了200万元——因投资了几只热点股而坐了一趟“过山车”。

经过了2015年的大牛市，2017年，网络上又出现了一篇关于此人的报道，讲的是这位在股市中沉浮了20多年的老股民，分别在2001年、2004年及2012年三次卖房炒股，前两次将卖房所得投入股市后换来的都是惨败。第三次卖房，加上杠杆放大，此人账面一度盈利30倍，财富暴涨到1500万元。2015年6月初，在牛市顶点附近，这位投资者差一点就将价值上千万元的股票兑现，只因脑中一时浮现出周围众多好几千万元身家的富豪朋友，于是想等账上财富达到2000万元后再出手。

不曾想，股市又跟他开了一次玩笑。接下来就是大盘下跌，就是爆仓，

就是打回原处，就是纸上财富灰飞烟灭。2015年的股市动荡又让他空欢喜一场。

同样的主角，类似的喜悲剧，只是换了时间。

这位投资者的股票投资经历有一定的戏剧性和代表性。两次大起大落，纸上财富转眼即逝，似乎有一只无形的命运之手在有意地捉弄他：给他惊讶，让他狂喜，又迅速剥夺，回归当初，留下梦幻般的惆怅，还有就是对命运之神的无奈感叹。

在大起大落的股市中，有过这种经历的投资者不在少数。如果在2015年开展场外配资，放上5倍、10倍的杠杆，又未及时止步，那么你的这种感受会更加强烈。

面对此情此景，只是责怪市场环境，而不去思考人性的弱点，不去检讨自我的盲点，虽可以麻痹自己，起到临时疗伤的作用，但从长期来看，于事无补。

由结果反推，大盘股指或个股股价之所以会暴跌，皆因前期不合理的暴涨。2015年，宏观经济及大多数公司的盈利情况并没有明显的改变，股价却在相关信息及资金的推动下短期爆发，一大批中小创个股股价更是飙涨。这背后的原因，可以从人性、行为金融学及社会学理论等方面予以解释。自古人性中就存在一种快速实现目标的倾向，致富不嫌早。巴菲特也说过，世上大多数人都不想慢慢变富，尽管价值投资是被反复检验过的成功的投资理念，但人性的弱点还是会让多数人不信奉这一理念。行为金融学告诉我们，当人们对股市一致看涨时，股价受强大的买入资金推动，会

迅速上涨，预期目标就会自我实现，并得到强化，更加助涨。社会学也揭示出群体行为有着巨大的影响力，会将观望者裹挟进去。

疯狂上涨的结果必然是后续的暴跌。这是被经济学理论及长期金融实践反复证明了的规律。虽然后续将会暴跌，但理论与经验都无法提前告知何时开始，将会跌到何种程度。在牛市来临时，置身其外的人一般都不想袖手旁观，而是想参与其中。置身其中的人纠结的是，如何抓住多年一遇的良机，尽快实现财务自由，彻底改变自己的命运。起初，这两类人想的是自己将在这场声势浩大的运动中扮演成功者的角色。

对于产生这两种想法的原因，心理学早已揭示得很清楚了：随着账面财富的不断上升，大脑中主管快乐区域的神经系统会被激活，会释放出能给人带来欣喜感的多巴胺；同时还会强化自我信心，导致产生即使股市暴跌，自己也不会成为悲剧中的一员的侥幸心理。

人性的弱点、自我的盲点，必然会在情景适宜的情况下激发人们与生俱来的投机天性，必然会掀起一场狂欢式的投机浪潮。

投机的美妙就在于，确实有撞大运的可能。行走在投机的路上，既不会永远幸运，也不会永不幸运，而是偶尔幸运。表现在股票上，投机就是偶尔会买到几只牛股。对于发生这种情况的理由，金融学也已经清楚地告诉了我们：在短期，如几天、几周、几个月，甚至一两年，股票指数、某行业或个股的股价走势完全可以与其基本面没有关系，撞上市场的风口，几天或几周股价就可以翻倍。抓住这种机会，会让人获得无比的快感，会让人得意忘形，并产生更高的期许；未抓住这种机会的遗憾，会让人懊恼，也会激发其再次尝试的冲动。即将抓住机会的憧憬，会让人产生无限的遐想，欲罢不能。

投机的无奈就在于，时间越长，好运与坏运越会交替出现，相互抵消，最终归于无效，其结果还是要由实力说话。由好运带来的财富增加，最终多数还是会被坏运所抵消。

股市的一条永恒规律是，时间越长，长到三五年，甚至十年以上，大盘指数也好，行业或个股股价也罢，其走势越与其基本面相对应。那些没有基本面支撑，只是靠资金爆炒的股票，在后续暴跌中也会悉数归还前期所得盈利。另外，也会有人在高位成功逃顶，但这只属于小概率事件。这次成功逃顶，下次却难免成为接盘者，于是，便会感叹，时也，运也。

综观大千世界，无论是学界还是商界，能成为小概率人群中一员的只有三类人。

一类是能力超群者。例如，在股票投资界，公认的能力超群者之一就是巴菲特，他之所以能在长达 70 多年的投资实践中取得常人无法企及的成绩，靠的是他卓越的能力。其卓越的能力体现在他能识别优质公司，并在最佳时机买入这类公司的股票，不为市场涨跌所动，在股价合理时期耐心持有股票。

在投资界取得长期成功的人，除了巴菲特这类价值投资者之外，还有一类人属于成长投资者、趋势投资者。这类人一般会重视行业及公司的基本面，重视估值，同时还特别强调公司的未来成长性及股价走势，这类人顺势而为、随机应变的能力较强。在大势及个股走势变坏后，这类人会立刻止赢止损，抽身离场，很好地利用市场犯错的机会兑现利润。在下跌途中不抄底，在市场价值回归过程中静观其变，这需要一种高超的能力，而一般人不具备这种能力，故大多数带有投机成分的趋势投资者的结局只能是竹篮打水一场空。从二十世纪二三十年代美国股票大投机者杰西·利弗

莫尔以来，此类故事就不停地上演。在过去 20 多年的中国股市中，不少过客为这类故事平添了许多例证。

另一类是运气极佳者。还是以股票投资为例，不依赖优质公司、不考虑股票估值、不靠内幕交易或操纵股票，仅凭技术分析、主题投资，外加趋势投资，靠这类投机做法跑赢市场，取得不俗的成绩，在短期内尚有可能，但时间延长点，如长达五年或十年，跑赢市场的概率就会越来越低。如果赶上两三次大牛市，有人碰巧大额或高杠杆持有几只十倍涨幅的个股，并做到了及时减持，那么便会成就一时的财富神话。

投机看似如此“美妙”又如此地让人无奈，让无数的人沉迷其中，同时也令大多数人最终难逃悲凉的命运。很多金融市场的参与者用后视镜来观察市场，看到过去呈现出来的价格走势，幻想自己可以不分析基本面，不考虑估值，仅靠消息、走势图就能实现高抛低吸，赚取差价。这看似可能，现实中也一定有人做到过。市场上每天都有人在吹嘘踩准市场节奏的美妙，好像波段操作轻而易举。但真的做起来，你会立刻感觉不是那么一回事。理论上完全可以证明，没有基本面的支撑，没有估值的优势，只靠纯粹的投机获得长期成功，希望渺茫。

投机者有一个特点，那就是不甘寂寞，哪里有热点，就往哪里钻。市场热点往往来得快，去得也快，并且热点不断转换，时东时西，这是市场短期的本质。高抛低吸几乎是一种不切实际的主观臆想，其成功的概率非常低。

历史不断地证明，如果某类资产业绩平平，估值又高，那么这类资产的价格就是一个不可能持续的泡沫，必定会破灭。2007 年大牛市时，人们还期盼着借助 2008 年 8 月的北京奥运会助股市再上一层楼；2015 年大牛市