

成长之星

——中低价潜力股精选

杨瑞龙 主编

罗琦 执行主编

海天出版社

《高科技股投资价值分析》

丛书编辑委员会名单

主任：杨瑞龙

副主任：旷昕

委员：宋城 张云辉 蒋琼

靳天鹏 罗琦

《高科技股投资价值分析》丛书

主编简介

杨瑞龙，1957年5月生，江苏昆山市人。1990年7月毕业于中国人民大学，获经济学博士学位。曾赴澳大利亚昆士兰大学经济系、丹麦奥登塞大学经济系等大学访问、进修。现任中国人民大学研究生院副院长、经济学教授、博士生导师。在制度经济学、现代企业理论、非均衡理论等研究领域颇有建树，曾先后两次获北京市普通高等学校优秀教学成果一等奖。已出版了《股份制当代中国企业改革》、《宏观非均衡的微观基础》、《现代企业产权制度》等多本个人专著，单独或合作主编了《当代中国经济发展中的政策选择》、《中国经济非均衡发展问题研究》、《邓小平理论概论》等著作，主译或合作翻译了《中国的经济发展》、《增长与发展》、《发展经济学》

等著作。在《经济研究》、《中国社会科学》、《管理世界》、《中国工业经济》等学术刊物上发表学术论文百余篇。多项科研成果曾先后获经济学最高奖——第八届孙冶方经济科学奖。还分别获得北京市第三、第四届哲学社会科学优秀成果一等奖、国家教委高等学校出版社优秀学术著作奖等奖项。目前主持国家自然科学基金项目、国家社会科学基金“九五”规划重点项目、国家教育部和北京市哲学社会科学等有关基金项目研究课题。被选拔为北京市“百人工程”人选、国家人事部“百千万人才工程”第一、二层次人选、国家教育部“跨世纪人才”人选，享受国务院特殊津贴。荣获北京市“优秀教师”称号和北京市“爱国立功标兵”称号。

《高科技股投资价值分析》丛书 ——成长之星执行主编简介

罗琦，男，1987年毕业于浙江大学计算机系，获工学学士学位，1990年毕业于浙江大学计算机图形学国家重点实验室，获理学硕士学位。从事过计算机软硬件开发、电子产品贸易等工作，曾任深圳市汇凯电脑网络有限公司总经理，现任湘财证券有限责任公司深圳营业部副总经理、高级研究员，1999年首批由中国证监会确认的证券分析师，著有大量有关证券分析研究的著作与文章。

序

杨瑞龙

自从近代经济学的开山鼻祖、英国经济学家亚当·斯密的《国富论》问世以来，“看不见的手”不仅一直被认为是支配市场经济运行的自然法则，而且成为现代经济学的主旋律。以“看不见的手”法则为基础的新古典经济学通过对价格和交换的研究，力图证明市场机制的有效性。他们认为，如果消费者偏好、技术、生产要素供给以及生产的规模收益都是固定不变的，且存在完全竞争的市场条件，那么市场机制的自发调节作用最终将导致资源的最优配置。

在“看不见的手”的理论框架内，企业只是根据生产函数来确定最佳产量的技术性组织，市场关系由供求曲线表达，交易活动被假定为瞬间完成和非稀缺的，市场是万能的。然而，在现代市场经济中，大部分资源是在企业内部使用的，这些资源怎样使用依赖于企业经营者的决策，而不是直接依赖于市场机制的调节。显然，以权威及等级结构为基础的企业内部的资源配置方式与以价格机制为中心的资源的资源配置方式有着重要的差别。现在的问题是，既然在竞争性市场结构中，市场机制能够提供必需的所有协调，那么为什么还会存在企业呢？交易费用学派的鼻祖科斯回答是，利用市场竞争是需要代价的，这一代价就是市场交易费用，它是指在市场交易中为克服机会主义行为所支付的费用，它包括为达成一项合同而

在事前发生的费用和事后发生的监督、贯彻该项合同的费用。企业能够替代市场的根本原因在于在一定的条件下，企业组织内部的资源配置方式有助于节约市场交易费用。

既然一个社会的大部分资源是在企业内部配置的，那么如何提高企业内的资源配置效率就成为十分重要的问题了。因为，企业内的资源配置效率直接关系到企业的竞争能力。各种理论流派都十分关注企业的效率问题，并就如何提高企业的竞争能力提出不同的解释。

现代产业组织理论认为，企业存在是为了通过垄断或共谋方式实现产出约束，从而人为地使市场价格上升，企业从中获得超额利润。他们提出了结构—行为—绩效三者之间的分析构架，认为产业结构决定企业的行为，企业行为反过来又决定资源配置效率和企业利润率指标的高低。因此，企业规模的大小或产业集中度的高低对企业的绩效的影响是重要的。

熊彼特的创新理论带有明显的动态性。他认为，企业经营目的是通过创新或采用新方法使其竞争对手的地位处于劣势，从而抓住竞争机会。在具有革命性的创新活动上的投资本质上有很大的风险性，而垄断能够使这种投资不会因为高风险而延迟或停止。因为在垄断条件下，已有的市场权力可以为企业提供风险创新活动的融资支持，同时未来可能产生的市场权力又为这种创新活动提供了充分的刺激。企业家的功能主要表现为勇于承担风险，善于捕捉赢利机会，通过创新实现利润最大化。

芝加哥学派基本继承了新古典价格理论的核心概念，只是完善了完全竞争模型的几个关键的假定。对信息成本的承认使得芝加哥学派把广告视为能为消费者提供信息，从而可以减少消费者在购买之前的“搜寻成本”的手段。在企业的规模与绩效的关系上，芝加哥学派认为，企业的大小和规模由企业效率的高低决定。如果企业能够因其经营效率的提高而获得收益，企业规模就会扩大；反之，企业就会收缩。

资源基础理论认为，企业是各种投入要素的结合者，企业利用的各种要素或资源在很大程度上存在着差异性，并且是不完全流动的，从而使得不同的企业之间可能会长期存在差异。那些长期占有独特资源的企业更容易获得持久的超额利润。因此，独特的企业资源（包括外部环境资源）对企业绩效具有决定性意义。因此，企业就不仅仅只是一个投入要素的结合者，它更应当是独特投入要素的寻求者，是产出和配置效率的追求者，并且不论是要素结合者还是要素寻求者，其成功运作都要依赖于企业所处的外部环境。也就是说，企业对超额利润这一最终目的的追求总是要转化成对那些独特、稀缺资源的识别、占有与配置这些战略目的。在感知企业外部环境、识别与配置资源的过程中，企业家的能力是核心和关键。

企业的契约理论认为，企业是由不同的物质资本所有者与人力资本所有者共同组成的一系列契约集合，而由于在企业中的每一个要素所有者的边际生产效率是难以被测量的，契约是不完备的，怎样解决企业内的“偷懒”和“搭便车”行为就成为提高企业效率的关键性问题，所以企业所有权是重要的。剩余索取权与控制权的合称便是企业所有权。企业所有权的效率含义就是剩余索取权与控制权的对称性分布，也就是我们常说的责权利要统一。该理论一般认为，企业特有的权威机制中的命令、奖励及惩罚功能可以显著地避免交易者的机会主义行为，从而能节约市场交易费用。至于在企业内的剩余索取权与控制权应对称分布于谁，则传统的资本雇佣劳动的逻辑认为应对称分布于物质资本所有者。

尽管不同的经济学流派给了我们提高企业竞争力的很多解释，但是在实践中能否真正提高企业的竞争力则还要受很多因素的制约，特别是制度因素的制约。当我们在探索如何提高国有企业的效率时更是如此。国有企业的改革已进行了二十个年头，成效不能说不大。尤其是在“九五”期间，在邓小平南方谈话指引下，根据社会主义市场经济的内在要求，国有企业的改革步伐明显加快，现代企业制度的构想把产权明晰和政企分开的重大改革原则体现在具体

的制度构造之中。党的十五大及十五届四中全会又提出了公有制实现形式的多样化、国有经济的战略性调整、“抓大放小”、按照国有经济的功能实现国有企业分类改革的战略等重要的改革设想，进一步推进了国有企业的改革。如国家在若干重点行业组建了大型企业集团，提高我国大型企业的国际竞争力；通过产权转让、企业兼并、资产重组、企业破产等形式推进国有企业的战略性改组；加快大中型国有企业股份制改造的步伐；推行政府机构改革，为政企分开创造必要的制度条件；优化国有企业的资本结构，解决国有企业的过度负债问题；实施再就业工程，努力解决国有企业改革过程中的职工下岗问题；优化对经营者的激励和约束机制，抓好国有企业的领导班子的建设等。

尽管在“九五”期间国有企业改革取得了不少成绩，但离建立社会主义市场经济体制的改革目标还很远，最明显的事实是从整体上说，国有企业至今尚未摆脱困境，经济效益呈下滑的趋势，亏损面还很大，资产负债率居高不下，政企分开的步伐比较缓慢，重复建设问题得不到有效的解决，企业领导班子的建设还不尽人意等。尤其是伴随着国有企业股份制改造和资产重组过程而出现的国有资产流失、企业下岗人员、企业的逃债行为等现象的日益严重令人忧虑。提高国有企业的效率不能头痛医头、脚痛医脚，而应对症下药。为此，我们首先应找到国有企业效率不高的“病症”，并且对成功的企业进行深入的分析，找出导致其成功的因素，以便为其他企业改革的不断深化和管理水平的不断提高提供可借鉴的经验。

正是居于此，本套丛书试图选择我国一批核心业务竞争力强、持续发展潜力大、高科技、高成长性的企业，就这些企业的发展历史沿革、企业所处行业的地位和前景、企业的软资源、企业的核心竞争能力、企业的赢利能力、企业的潜在发展空间等问题展开深入的研究分析。相信这样的分析不仅有助于向投资者提供可以信赖的真实资料，以供投资者在决策时参考，而且对于探索提高我国企业的竞争能力及推进国有企业改革的途径都是有着十分重要的意义。

我们编辑出版这套丛书还有一个现实的考虑：为证券市场理性投资做些工作，引导股民多花些时间与精力去研究行业、研究公司。丛书是十大券商资深的研究人员集体创作，他们都亲临上市公司，实地考察，反复核实，在占有大量一手材料基础上，进行分析、研究、撰写出来的。应该说具有较高的权威性、真实性和科学性。代表着中国当前证券业的研究水平。尽管如此，我们仍然提醒投资者，只能把这些分析与研究看作是“探路”。所谓探路，就是看看前面哪里有宝藏，哪里有陷阱，哪是坦途，哪是深渊。路探明了，该怎么走，投资者就好决定了。

前 言

成 长 是 金

湘财证券有限责任公司 罗 琦

在日常生活中，一对夫妇可能会经过一个星期的深思熟虑才能选定一台电冰箱，在此期间，他们会通过看样品、打电话、查手册等各种方式来比较其性能、价格、品牌和售后服务；一位工薪族的女子可能两个周末都拿不定主意是不是该把一条400元钱的连衣裙买下来，她也许会考虑等到换季大减价的时候才买。但是，当他们置身证券市场成为股票投资者的时候，往往不愿意用哪怕是10分钟的时间去读一读上市公司的财务报告，或者花几块钱往上市公司打个电话了解其经营状况。投资者经常会因为突如其来的一个念头，模模糊糊的一种感觉，或者道听途说的一点消息而一掷千金，甚至倾其所有，去购买这家公司的股票。证券市场上常有所谓“十个炒股七个亏”的说法，不注重上市公司的基本面分析，不加思考盲目投入肯定是造成这种现象的重要原因之一。人们有时会忘记一个事实，即买股票不是买彩票，而是购买上市公司的一份资产，如果这家公司是四川长虹，也许你买的正好相当于若干台长虹彩电。

证券市场并不缺乏可以让投资者赢利的好股票，关键的问题是

如何去发掘这些潜力个股。假如有一位投资者，在风华高科上市首日，即1996年11月29日以收盘价买入1000股，持股至今，经过三次送转、一次配股，以及今年5月的增发新股，到目前已拥有9004股，如果以2000年8月30日风华高科的收市价计算，除去成本，已盈利24.99万元，四年之内这位投资者赚了10.45倍，还不包括这四年中的派送现金和即将实施的10股转赠5股的2000年中期分配预案。

选好一只股票，捂它三五年，赚上五六倍，甚至上十倍，已经不是神话。像风华高科这样的高成长高回报的上市公司，细心的投资者每年都有机会碰上。东方电子上市三年来，业绩与股本同步高速扩张，净利润每年以100%的速度递增，流通股本已扩张了13.44倍。也就是说，如果哪一位投资者在1997年上市之初买入东方电子1000股，拿到现在已变成13440股了。按2000年8月30日的收市价，除去买股与配股成本，已盈利23.89万元。

这样的典型事例，我们还可以举出很多。不说那些被恶炒了的、涨得离谱的妖股，单是那些货真价实的高科技、高成长的上市公司就有一大串。比如说清华同方、东大阿派、长城电脑、深科技、托普软件、中信国安、中兴通讯、方正科技、青鸟天桥、复星实业等等，大都是从几元、十几元、二十几元涨起来的，不少是上市两三年市值扩张了三四倍。如果投资者慧眼识真金，抓住这类股票，捂住不放，任你利好利空，涨涨跌跌，他可胜似闲庭信步，稳操胜券。说到这里，投资者必然会问：怎样才能抓住这类高成长的股票？高成长型股票应具备哪些素质与条件？抓住了怎样才能捂得住？这确实是些非常要害的问题。本书正是针对这些问题，力求从理论到实践作些初步的探讨。

审时度势——把握长期牛市的大趋势

投资证券市场，首先要把握国民经济发展与股市运行的大趋

势，从而制定相应的投资战略。在经济运行向好、股市处于长期牛市的起点或中途时，投资者可以相对进取，大胆参与，因为大部分个股都会有涨升的机会，高成长型的个股更加会跑赢大势。如果经济增长速度见顶回落，日渐萧条，股市非常低迷，甚至演变成大熊市，则任何个股都将面临巨大的风险，这时候现金为王，投资者最好的策略应该是多看少动，甚至远离股市。

我国证券市场从起步至今只不过短短十余年的时间，其间虽有许多坎坷和曲折，但是仍然以超常规的速度迅速发展壮大，并奠定了其在国民经济和社会发展中举足轻重的重要地位（参见表1）。目前在深沪证券交易所上市的上市公司已突破1100家，开户投资者超过5000万户，1999年底两市的股票市价总值已达26471亿元，相当于GDP的33%。进入21世纪，随着我国宏观经济形势的趋暖和一些系列扶持证券市场稳健发展的政策措施的出台，我国证券市场又迎来了一个崭新的发展阶段，长期牛市的大趋势已经基本确立。

表 1 我国证券市场近年发展状况概览

项目	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年
上市证券总数(只)	471	452	667	896	1005	1114
上市公司总数(家)	291	323	530	745	851	976
股市筹资总额(亿元)	138.05	118.86	349.04	972.89	752.22	863.72
市价总值(亿元)	3690.49	3474.62	9842.58	17529.17	19505.65	26471.17
股票市值占GDP比重(%)	8.71	5.95	13.43	23.55	25.63	32.19
投资者开户总数(万户)	1058.98	1243.57	2306.83	3333.34	3911.41	4469.40

注：投资者开户数截止到1999年12月29日。

基本面，宏观经济呈现出全面复苏的良好态势。进入2000年，钢铁、石油化工、电力能源、电子通信、纺织、外贸、房地产等重点行业的经济效益显著提高，煤炭、制糖等亏损行业明显好转。国企改革初见成效，企业效益显著上升。投资、消费和进出口三大需

求均有较大幅度的增长。2000年上半年全国GDP增长速度达到8.2%，下半年依然看好，国民经济有望结束连续六年增长速度下滑的趋势，并极有可能形成经济拐点。国内外普遍预测我国国民经济在未来数年都将保持相对较高的增长速度，这是股市能够中长线走牛的坚实基础。

政策面，国家继续大力扶持证券市场的发展。从最初大胆地试，到后来的以规范为主，再到目前在规范的基础上大力发展，证券市场对于国民经济的重要作用得到了方方面面的充分肯定。随着《证券法》等法律法规的逐步实施，管理层对于证券市场的监管手段逐渐完善，监管水平日益娴熟，上市公司、中介机构以及广大投资者等各个市场主体的参与行为日益规范。按照“法制、监管、自律、规范”的八字方针，管理层积极稳妥地推出以市场化为取向的改革措施，逐步建立了市场化的股票供求机制、价格形成机制和扶优汰弱机制，适时进行证券市场结构调整，积极推进创业板市场的设立，加快金融衍生产品创新步伐，大力培育机构投资者，鼓励和支持开展网上证券委托交易。在1999年进一步降低金融机构存贷款利率、开征储蓄存款利息税、允许三类企业入市、允许部分券商和新基金进入同业拆借市场、允许保险资金入市、鼓励券商增资扩股等一系列有利于股市中长期发展的利好政策基础上，上半年有关部门又出台了证券公司股票质押贷款、向二级市场投资者配售新股等措施。将来可能推出的措施还包括：深沪主板市场合并、AB股并轨、延长交易时间、允许外资企业上市、推出全国综合指数和指数期货、组建中外合资合作基金等。总体来说，我国的证券市场正朝着市场化、规范化和国际化的方向迅速发展，并逐步从新兴市场向成熟市场演进。

技术面，国内股市长期牛市的大趋势已经初露端倪。2000年上半年国内证券市场规模继续扩大，股指一路走高，成交非常活跃，两市股票与基金上半年的成交金额分别达到34956.52亿元和1484.09亿元，已经超过了1999年全年的成交金额，深沪两市综指

月K线连拉6根阳线，涨幅分别达到41%和49.7%，股票市价总值超过4万亿元，投资者超过5000万户，不但刷新了深沪股市的多项历史纪录，而且名列全球证券市场上半年涨幅之最。两市大盘就像一只被庄家相对控盘的庄股，盘中似有一股无形的力量引领大盘持续稳健攀升。在指数节节上升，不断创出历史新高的同时，投资者心态非常理性，这与以往大盘创出历史新高时的走势完全不同。另一方面，除了在年初网络股火爆的时候大盘升速较急以外，大部分时间指数上涨时都是从容漫步、小幅上扬，而每一次较大幅度的调整，几乎都是以迅速下挫、无量空跌的方式完成，这种慢涨快调、牛长熊短的走势正是大牛市的典型特征。

造就长期牛市的一个深层次的原因是，证券市场早期以散户为主体的投资者结构正在发生深刻的变化，在管理层关于超常规培育机构投资者的指导思想下，一系列相关政策措施陆续出台，机构投资者的队伍迅速扩容，实力不断壮大。除了先期入市的三类企业（国有企业、国有控股企业、上市公司）以外，各路机构主力摩拳擦掌，纷纷延长伸向证券市场的触角。保险公司通过投资证券投资基金，普遍获得了良好的投资收益，尝到甜头后多家保险公司包括中外合资保险资金纷纷加大投资力度，入市资金比例由最初的5%迅速提升到10%甚至15%。劳动和社会保障部与基金管理公司合作启动“社会保障基金测算与投资运营管理”研究项目，探讨社会保障基金入市的可行性和相关策略，一支机构投资者的新军有望浮出水面。南方证券宣布增资扩股至31亿多元人民币，在多家信托投资公司基础上合并组建、注册资本45亿元、拥有174家证券营业部的银河证券宣告成立，预示着新一轮券商的重组与扩募拉开序幕。实力雄厚的券商航母相继启航，成为维系证券市场中长线发展的中坚力量。多家基金管理公司相继与国内商业银行、国外投资银行机构达成有关开放式基金合作事宜的协议，预示着开放式基金呼之欲出，中国的基金业即将迎来全新的发展阶段，而股市将是最直接的受益者。人民银行颁布条令，先后允许企业集团财务公司和金

融租赁公司进行有价证券和金融机构股权投资。随着中国即将加入WTO，证券市场对外开放的力度和步伐将进一步加大，有关人士透露，我国已经开始研究如何让国外投资者通过认可的程序进入国内A股市场投资，包括引入“合格的外国机构投资者”。机构投资者的迅速壮大，不但直接给股市一、二级市场带来了巨大的增量资金，而且机构投资者实力雄厚，投资理念比较成熟，投资周期相对较长，因而从很大程度上改变了大盘以往“牛短熊长”、大起大落的运行节奏，成为股市中长线慢牛上升的重要因素。有关统计数据显示，2000年上半年深沪两市机构投资者的增长速度远远超过个人投资者，其在二级市场所占的投资比重正在迅速上升。管理层希望能在两到三年内使机构投资者与散户投资者的资金实力之比由目前的1:10变为3:7甚至4:6，以便使我国证券市场的稳定发展具有坚实的基础。可以预料，一个以机构投资者为主导的时代正在向我们走来。

慧眼识珠——寻找高速成长的上市公司

随着市场规模的扩大以及股指中枢的逐步抬高，大盘走势开始呈现出周期性的上下波动，个股之间也改变了齐涨齐跌的联动走势，而出现板块轮动、此起彼伏的显著特征，在股指上下震荡、缓慢攀升的大趋势下，板块与个股的走势经常呈现一半是海水、一半是火焰的景象。只看大盘指数或指标个股的走势进行操作的思路已经不再灵验，赚了指数亏了钱是投资者近年来经营遭遇的尴尬。另一方面，随着监管手段的不断改进与完善，市场的规范化程度显著增强，过度投机、操纵市场的行为越来越受到抑制，因此，研究行业、研究公司、研究成长性已成为广大投资者不得不直面的一门必修课，理性投资正在逐渐成为市场的发展方向。

在股市上投资一个上市公司，不是投资它的现在，更不是投资

它的过去，而是投资它的将来。因为一个公司过去与现在的历史沿革、经营状况以及各种兴衰荣辱，大部分已经成为公开的信息为广大投资者所充分了解，并在股价上得到适当的反映。投资者之所以选择投资某个上市公司，应该是着眼于公司将来的发展潜力，也就是看它是否具有较高的成长性。我们分析公司的经营状况，目的不仅在于弄清公司的经营状况“是”怎么样，而在于分析它“为什么”会这样，进而判断公司的经营策略、管理水平与发展前景，预测公司将来“会”怎么样。

判断一个上市公司是否具有投资价值的重要标准除了该公司静止的财务指标以外，更重要的是看其是否具有良好的成长性。这里的成长性包括内涵式成长和外延式成长两个方面。内涵式成长是指基于公司主营业务高速增长的前景，或者公司在技术创新与产品开发方面的能力，而外延式成长源于公司通过有效的资产重组或资本运营实现飞跃的巨大潜能，比如公司强大的大股东背景、特殊的股本结构以及相对优良的资产质量等。证券市场上长盛不衰的高科技概念与资产重组概念（通常也是围绕高科技题材展开）着眼的正是上市公司未来的成长性。具体来说，看一个上市公司是否具有持续良好的获利能力和成长性，需要从以下多个方面综合考虑：

1. 公司所处行业的发展前景、产业政策、市场成熟与市场竞争程度、行业平均利润率。行业通常可分为稳定型行业（比如基础设施产业）、周期型行业（比如房地产）以及成长型行业（比如通信产业）。如果一个公司属于成长型行业，就可以分享行业高速成长的成果。

2. 公司所处发展阶段，是处于初创期、成长期、成熟期还是衰退期。一般来说，处于初创期的企业具有较大的未知性，风险与机遇并存；处于成熟期的企业相对比较稳定，但是缺乏想象空间；而处于衰退期的企业如果没有重组的潜力，则应该尽量回避。在股市上最具有上升潜力的无疑是处于成长期的企业，这些企业普遍都具有良好的经营业绩和发展潜力。