

价值发现

——中国基金经理的投资之道

万云 著

上海人民出版社

前 言

本书与读者分享中国基金经理运用价值分析成功投资的故事,也将阐释股票价格涨跌的基本原理。当我在易方达基金公司还是一个急切而又缺少经验的研究员时,就被告知基金经理投资的“秘密”——不因为一只股票会涨而买入,也不因为一只股票要跌而卖出。但一直到很久之后我才想明白道理,每天股价的起落不可把握,企业的利润增长才是最本质的价值决定因素。不过,建立于基本面的投资分析思想并不容易每个投资者付诸行动。当在扮演严谨的房产投资人时,他们很可能在股票市场上却是盲目追涨杀跌的趋势投资者。股票的高流动性和波动性害人不浅。而读者可能也将无法轻而易举复制基金经理的成功,因为和“盘面”相比,企业的利润和估值是更加隐蔽的因素,缺乏实地调研的普通投资人依靠基本分析的方法投资可能会比通过量价关系判断股价趋势更加危险。因此,本书可能会满足读者对基金投资的好奇,但不是奉劝大家模仿基金经理。在股票投资上,不同的方法本身无对错可言,重要的是拥有适合自己的投资方法,如果方法不当,屡败屡战的结果只能是屡战屡败。

尽管股票投资方法千种百态,但在解释和预测股价变化的长期趋势上,无疑基本分析的逻辑具有优势。表面上看,A股自2001年6月见顶之后的持续回落与我国经济的快速发展形成了一对矛盾,其实这很正常,就是在消化历史形成的股价泡沫。过去,很多市场人士总拿似是而非的“术语”来评点股票,比如“轮涨”、“价格底线”等等。这种思维看不到价值因素对股价的作用,



简单用股价的对比来解释和预测市场,已经越来越不适应现实了。在过去一年中,投资人看到,有一些股票不断反复下跌,跌破净资产、跌破面值;买入糟糕的低价股和糟糕的高价股一样,会血本无归;买入糟糕的新股则会在上市当天便亏损十个百分点。在这些现象背后都有一个本源:基本面。用基本面的观点可以解释股价下跌,同样也可以解释股价上涨,即使在大盘持续下跌中,也有一部分个股脱颖而出,这是它们的业绩增长决定的。一些分析家认为我国股市在股权分置的问题解决之前,不可能出现大牛市。这种观点其实经不起推敲,从本质上看,牛市的产生将取决于两个因素,一是当前定价较低,二是企业未来利润增长。随着 A 股市盈率不断下降至合理估值水平,我相信只要上市公司作为一个整体具备利润增长的空间,就是牛市的机会。但本书也颠覆了人们习以为常的长期投资的观点,就是持有股票数年,一定能够获得不菲的回报。基本分析告诉我们,GDP 增长并不等于企业利润增长,如果企业利润无增长,则股票别想上涨,另一方面,如果当前估值过高的话,企业利润的增长会全部用以消化价格泡沫,股价在泡沫消除之前也不会再次上涨。

现在,证券投资基金已经成为 A 股市场中的主导力量,但整个社会仿佛仍然对它们缺乏必要的了解,我接触到的朋友中也经常有问:“你们打算把某某股票做到多少钱?”这样的问题让我无法回答,但我很乐意为对基金投资感兴趣的投资人更了解基金助我可尽之力,这是写作本书的主要目的。专业投资管理人的职责不是把股票“做”到多少钱,而是通过投资业绩增长显著快的企业来分享实体经济的回报。本书用了一章来写无增长,五章来描述增长。分析增长之前先看无增长的情况,如果企业的利润无增长,那么它作为一个股票具有的投资价值应当和债券类比,第 3 章详细分析了收益类股票、可转换债券等投资品种的投资属性。第 4 章



并购中的增长是最可预见的增长,第8章成长股的增长是最具风险性的增长,第5、6、7章则分别对上、中、下游的产业各自增长的模式和特点进行了解释。这些例子告诉我们,投资处于高速增长期的股票,能够抵御整体估值下降的风险,并且获得不错的绝对收益。在不同的产业中寻找并投资具备这样特征的股票,就体现了基金经理的专业价值。

作为一本献给投资人的读物,本书还用了大量篇幅来解释基金是什么。第1章的主题是基金作为一种投资理财产品的特性、我国基金业的发展历程、基金类别、基金评价等,这些话题在我平日的工作中不断讲述。第2章则非常详尽地阐述了股票何以具备投资价值的原理,我希望本章能够将基金经理价值发现的投资哲学表达清楚。

除了数以百万的基金投资人和数以千万的股票投资人外,我还一厢情愿地把上市公司的管理者也当作本书的假想读者。确实,上市公司管理层和股票投资人之间存在较大的隔膜,有的时候是投资人的利益被侵犯,有的时候是管理层埋怨股票投资人不理解公司战略。最近,学者郎咸平与TCL管理层的对话引入思考:上市公司的战略决策人是否该更多考虑企业行为对股价可能产生的影响?而股票持有人是否应该更有耐心一些等待企业战略目标的实现?本书无意直接提供对这些问题的回答,而只是通过基金经理的投资解释企业利润增长与股价上涨之间的关系,我认为理解这一点是企业界和投资界进一步对话的基础。

最后,作为一名曾经的会计系学生,我更期待本书能够成为财经类学生的参考书,在这里,他们将发现自己所学的,从枯燥的经济学,到“无聊”的会计,都在现实中创造着巨大财富,而“在工作中所能用到的知识,不足学校里所学到的十分之一”的训诫显然毫无道理。

▶ 前 言



致 谢

自从离开广州后,完成本书便成为了我心中隐藏而执著的愿望,书中多数案例都是以易方达基金公司基金经理的投资实践为蓝本。感谢叶总,他所构建的专业与宽松的企业文化让每一个年轻人都能够在职业道路上迅速成长起来。感谢投资总监江总对投资身体力行的感召。我尤其要感谢投资管理部、研究部总经理肖坚老师一直以来对我的关心和培养。原基金科汇基金经理朱平先生当时是研究组的直接领导,他关于投资的观点在书中也多有体现。我还从何总以及志民、马骏等基金经理身上受益良多。和朝夕相处的同事汤博士、胡旻、吕博士、欣荣、冉华、老侯、潘峰、梁博士、刘超安、太白、李丽、守章等的讨论给了我无穷的启发,我把问题和自己还不成熟的回答都带到了笔下。

在博时基金管理公司,我有幸接触到又一个优秀的基金经理群体,感谢肖华、包周荣、周枫、邹志新、施斌、高阳、陈亮、陈丰、归江、芮颖等基金经理常常给我们市场体系解释投资运作的过程。更要感谢吴雄伟董事长、肖风总裁、李全副总裁、上海分公司康岩峰总经理等领导创造的良好工作文化,让我能够把一些爱好与工作结合起来。迎春、老宋、冯岩、任洁文、袁震、幸云、杨晓东、朱老师、祝华等同事给予的友情也是本书完成的动力。

我还要感谢许许多多工作中的伙伴,我实在已经无法一一列出,他们都是建设银行、工商银行、中信实业银行、交通银行、兴业证券、金信证券、招商证券、华夏证券、长江证券等机构的领导,慷慨给我创造了很多机会。浙江华坤集团吴总和荣洛的热情则使我感觉

► 价值发现



拜访客户如回家般亲切。

本书能够出版,尤其得到上海《理财周刊》总编助理、理财网络信息有限公司总经理戴庆民先生的大力引荐和上海人民出版社屠玮涓老师厚爱,感激不尽。

最后,我将本书献给我的父母。

目 录

前 言.....	001
致 谢.....	001
1. 基金的世界	001
1.1 伟大的金融创新	003
1.2 什么在影响基金回报	006
1.3 谁将在长跑中胜出	019
2. 投资理念	025
2.1 两种理念	026
2.2 真正的冲突	028
2.3 价值投资与成长投资	032
2.4 投资理念在中国	038
2.5 作为投资指针的市盈率	044



2.6	比较的基础	049
2.7	策略应对市场	053
3.	从调整中走出	057
3.1	分散持股	059
3.2	现金股利为王	060
3.3	可转换债券 股性与债性的结合	069
4.	并购中的增长	087
4.1	并购在企业生命周期中缔造增长优势	088
4.2	并购的形式与融资	092
4.3	个案解析——通宝能源	097
4.4	横向并购、纵向并购与多元化并购	127
4.5	投资并购企业的风险	138
5.	消费升级	141
5.1	在国民经济中的消费	143
5.2	升级的条件	149
5.3	汽车消费时代到来	151
5.4	新车、降价	163
5.5	市场集中与品牌转换	166



6. 景气周期来临	171
6.1 周期性行业的表现与投资特征	173
6.2 石化产品链上的涨价	178
6.3 寻找皇冠上的明珠	183
6.4 选行业与选股票	187
6.5 “高买低卖术”的检验	191
7. 资源	199
7.1 中国因素	202
7.2 铜价	204
7.3 铝价	209
7.4 储量与产量对估值的影响	213
7.5 其他资源的例子	218
7.6 决定性的每股收益	224
7.7 周期来兮	228
8. 成长股	231
8.1 市梦率	233
8.2 LCD :周期是成长的烦恼	239
8.3 微电子	246

► 价值发现



8.4	台积电 :晶圆代工巨头.....	250
8.5	士兰微	255
8.6	互联网	259
8.7	成长的第二曲线 :以制药业为例.....	263
8.8	小盘股与高分配	272
8.9	成长陷阱	275

附录一	中国基金管理公司产品介绍	284
-----	--------------------	-----

附录二	证券投资基金运作管理办法	329
-----	--------------------	-----

后记	340
----------	-----

1. 基金的世界

股票基金存在和发展的基础是提供比社会平均资金收益更高回报的金融理财工具。如果将银行利率作为社会资金回报的基准,那么专业的基金管理人通过投资盈利能力强于基准的上市公司就可以创造超额收益。本章按照实现超额收益的不同途径,介绍了股票基金的各种细分形式:主动式管理基金、指数基金、行业基金、小盘基金等。我们相信,分析基金经理投资理念和方法的细节,能够给普通投资者带来深刻启示,无论他们是购买基金,还是投资股票。

证券投资基金是一种堪称精巧的金融理财产品。通过发行基金份额,大笔的资金被汇集到一起,由专业的基金管理公司负责这些资金的投资运作,而保管资金的责任则由行使托管职能的银行担当。在业务模式上,基金是资产管理业,法律意义上又属于信托。

从全球范围看,基金已经成为现代金融领域的支柱性行业之一,与银行、证券、保险等金融行业的发展相比,我国证券投资基金业起步最晚,但成长却非常迅速。

1991年,投资基金(此时的基金后被称为“老基金”)开始在国内出现,1993、1994年进入一个发展高潮,中国人民银行各地分行



批准的投资基金不断成立。在《证券投资基金管理暂行办法》颁布实施之前,有 25 只老基金在深沪证券交易所挂牌或联网上市,有 38 只分别在天津、武汉、沈阳、大连、浙江、重庆等地的证券交易中心或柜台交易中心上市,总计有 63 只基金可以公开交易。许多老基金不是单纯的证券投资基金,它们的投资往往广涉房地产、法人股、实业项目等领域,甚至进行资金高息拆借。这些基金缺乏必要的监管,而且在信息披露上严重缺乏透明度,使得基金资产承受了较大的风险,持有人利益被悬于高度不确定之中,因此必须加以规范。

1997 年 11 月 14 日颁布实施《证券投资基金管理暂行办法》,标志着我国基金业迈入全国性的规范化发展时期。此后,证券投资基金(又称为“新基金”)在政策的扶持下如雨后春笋般组建起来,老基金也同时走上清理重组之路。2001 年 4 月,随着在深沪两市挂牌交易的最后 3 只老基金——沈阳兴沈、沈阳久盛与富岛基金同时摘牌,老基金最终走完了其 10 年历程。

伴随着老基金陆续改制重生,新基金不断生长,在 1998 年至 2002 年的 4 年里,新募成立以及老基金清理改制后成立的封闭式证券投资基金达到 54 只,基金份额总规模为 817 亿。2001 年,国内开始发行开放式基金,基金业的发展进入新阶段,当年开放式基金的首发总规模 117.26 亿份,2002 年首发 447.96 亿份,2003 年达到 678 亿份,而 2004 年的头 4 个月,基金首发规模已经超过 1 000 亿。目前中国基金业的总管理资产规模接近 3 000 亿,已经成为了证券市场中举足轻重的投资力量。中国证券投资基金业发展的阶梯见图 1-1。

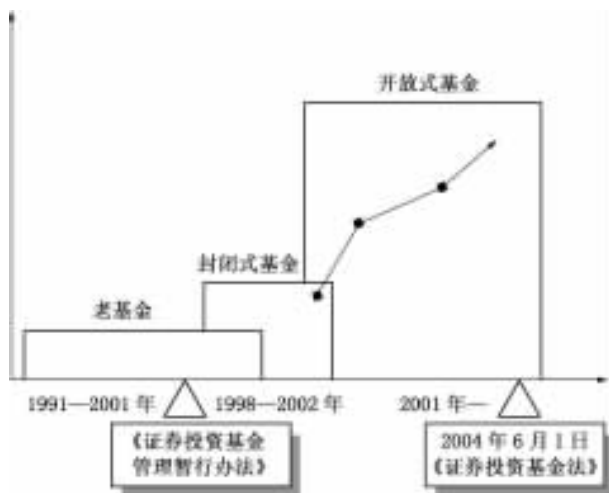


图 1-1 中国证券投资基金业发展阶梯

1.1 伟大的金融创新

基金作为一种金融工具,有着独特的价值。从金融资产规模统计数据来看,基金是金融发达国家中主要的金融资产形态。在金融学者眼里,投资基金被看作是经济史上自货币、股份制之后的人类又一伟大金融创新。

货币是金融史上伟大的发明,现在,基金在很多方面已经具备了对货币功能的替代价值。货币最基本的职能是作为一般等价物,起到交换媒介的作用,使交易者们再也不必为了等到合适的交易对手以物换物而在市场里呆上好几天。随着社会的发展,货币被从商品交换的流通领域带入了财富增值的生产领域,货币转为资本,更具有了价值增值的职能。



和货币相比,投资基金具有怎样的特点呢?首先,基金也具备一定的交换媒介特征。目前,金融系统的转账支付体系是现代经济社会中进行支付的主要途径,基金持有人可以在商业银行开立相应的支票账户,该账户同时也是持有人进行基金买卖的账户,在需要支付时,持有人可以根据所拥有的基金净资产的相应比例签发支票进行支付,从而,基金就实现了与银行存款类似的支付功能。目前美国已经有了可以签发支票的货币市场基金。

其次,从货币的增值角度分析,银行存款固然能够获得一定的利息,但低利率时代的储蓄增值能力不强,而投资基金更主要是体现了投资的作用,增值价值更突出。从收益率上,各种类型的基金都对银行存款具有一定的替代性,比如货币市场基金能够获得比活期存款更优的收益,股票基金和债券基金从长期看都能获得比长期储蓄更有吸引力的回报,尤其是在发生通货膨胀的时候,投资基金是更为优良的价值增值工具。

第三,投资基金多样化的风险收益结构能够为客户提供比银行存款更多的选择。商业银行只能以相对固定的利率向任何储蓄者承诺基本相同的固定回报,而无法细分高风险偏好和低风险偏好的客户,然后根据其不同的风险偏好提供相应收益的回报,并将自己的资产运用与之对应。如果客户想要更多的选择呢?那就只能到基金那里去寻求满足。投资基金有很多品种,每种产品按照风险收益特征进行了界定和区分,希望获得高收益而又有能力承受高风险的投资人,可以选择股票基金,希望承担较低风险的投资人可以投资货币市场基金,对流动性要求不高的投资人可以选择定期的保本基金,等等。总之,人们对于风险和收益之间匹配的各种理性要求几乎都可以通过拥有不同的基金而得到满足。

学者们还把分析的触角延伸到更大的视野中,从一个社会的



金融结构来看基金与货币银行的区别。学者们认为,在以银行体系为主的社会金融结构中,银行是自营机构,它的负债方是吸收的存款,资产方是发放出去的贷款,银行偿还负债的责任无法免除,资产方却可能会出现期限甚至价值缺口,流动性风险很容易积累起来,这就是银行系统内生的脆弱性。而投资基金的结构不同,基金管理公司并不是一个自营机构,基金的资产方是按照价值计量的证券,权益则由基金持有人拥有,风险只是在于资产的价值波动,而不会在金融中介那里沉淀下来,这种金融结构更具社会稳定性。

学者的思想赋予基金巨大的金融能量,虽然这并不能成为我们投资基金的直接理由,但当我们环顾四周,确实还难以找出一种比投资基金更加适宜的理财工具。的确,毋须具备专门的金融知识,投资基金几乎适合每一个人;管理和托管分离的独有信托结构,投资基金是最具信用安全的投资理财产品之一;通过在一个广泛的空间里运用资产,投资基金能提供多元化的风险收益结构;在一个全国、甚至全球的分销体系中,持有投资基金并不会受到太多的地域限制;税收政策赋予的税收免除优惠,投资基金堪比国债的待遇;保持频率不低的定期信息披露,使基金成为透明度最高的投资产品之一……这些特点,决定了投资基金就是一种最大众化的理财方式,人人都可以通过持有基金从而获得专业理财的优势,这是基金得以存在并且在全社会的普及程度日益提高的理由,也是它的使命所在(见图 1-2)。

当然,尽管大众投资于基金可以“坐享”专业理财的成果,但从某种意义上讲,投资基金是非常鼓励参与的理财活动。基金的回报是基金经理运用专业智慧管理财富的结果,而分析基金经理的投资理念和操作行为,无疑能够为基金投资者的理性决策提供帮助,以更好利用基金投资抵达财富彼岸。