

专题报告

2020 年 5 月 7 日

相关报告

《值得减仓的大幅下跌有哪些信号——A 股投资启示录（十三）》

《风格的本质、定义和决定因素——A 股投资启示录（十二）》

《行业轮动奥义——四大周期与八大属性——A 股投资启示录（十一）》

《“抱团”启示录：那些年我们一起抱过的团——A 股投资启示录（十）》

《经济、金融、科技与资本市场政策周期与框架——A 股投资启示录（九）》

《驱动 A 股的十大技术进步趋势——A 股投资启示录（八）》

《产业政策的逻辑：行业超额收益的金钥匙——A 股投资启示录（七）》

《崛起的 A 股！五年一遇资本市场政策友好期再临——A 股投资启示录（六）》

《寄语 2019，A 股迎来新上行周期起点——A 股投资启示录（五）》

《科技股、中小创、TMT 与成长股——A 股投资启示录四》

《A 股投资三段论：兼论市场底部信号与市场风格——A 股投资启示录（三）》

《盈利韧性：剩者为王与赢家通吃——A 股投资启示录（二）》

《布局科技三年上行周期——A 股投资启示录（一）》

张夏

86-755-82900253

zhangxia1@cmschina.com.cn

S1090513080006

# A 股投资的九大流派：特征与策略（上）

## ——A 股投资启示录（十四）

没有最好的投资方法，只有最适合的投资方法。任何投资流派做到极致，都能够取得优异的投资成绩。本篇报告讨论了 A 股投资的九大流派，分析了不同投资流派特征、适用投资者类别、投资策略，并简化模拟各种策略的投资回报率。上篇主要讨论了五种价值投资流派特征与策略。

- 类似江湖武林，A 股市场也有不同的投资门派和流派。首先，根据投资者不同的关注点——赚上市公司盈利的钱和赚市场（别的投资者）的钱，可分为“**价值派**”与“**市场派**”两大流派。进一步考虑**持股时间**、**风险承受能力**和**预期收益**，可将投资划分为 12 种组合，分别对应 9 种流派。本文主要分析价值派。
- 根据**持股时间**和**风险承受能力**，价值派可以大致分为五个细分投资流派：深度价值、类固收/高分红、长期价值、价值趋势、逆向投资。每种投资方法都有自己的理念、需要的知识储备、投资方法和关切要点。我们对不同方法通过简单的量化选股模拟了投资的回报，都能够取得不错的超额收益，如果再结合投资者的主观能动性，就能实现更高的投资回报。
- **深度价值流派：把握基于内在价值的价值重估。**投资理念是买入市场价值低于内在价值的上市公司。2018 年以来，除了传统的非银、建材、食品饮料、家电等，越来越多的行业开始拥有正自由现金流，例如机械，计算机，通信等，深度价值策略的应用将更广泛。
- **类固收（高分红）流派：稳稳的幸福。**投资理念是买入稳定分红上市公司组合，获取相对稳定的分红投资回报率。本文以沪深 300 红利指数模拟类固收策略，结果发现，2014 年以来的六年中，沪深 300 红利指数胜率为 66.7%，2013 年以来的年化回报率为 12.4%，显著高于市场。
- **长期价值流派：心态的胜利。**投资理念是长期持有成长性较好或者经营状况较好的个股，忽略经济周期和行业周期波动，其关键在于了解企业的经营状况，尤其是企业管理层的管理水平。长期价值实现的关键在于有一个强有力的公司管理层和公司治理结构，从而实现无可比拟的品牌价值、平台价值和产品壁垒，从而造就的公司的产品力。
- **价值趋势流派：在轮动中实现超额收益。**投资理念是选择景气度最高，或者边际改善最明显的细分行业中最优秀的上市公司。周期的视角对价值趋势流派尤为重要，具体最需要注意的就是收入增速和净利润增速。招商策略团队在过去的研究中建立了一套周期分析框架，通过对四大周期、行业数据、公司高频经营数据的综合判断，得出行业景气度的变化情况，从而做出相应的配置组合。行业景气周期判断是价值趋势流派最重要的“武器”。
- **逆向投资：挑战并战胜市场。**投资理念是挖掘和发现市场认知错误或者关注盲点，从而在认知错误和盲点被修复时获得较高的投资回报。逆向投资可被划分为两类：“逆向市场认知”和“逆向市场关注”。简单模拟一个逆向市场关注策略，即滚动买入过去半年中换手率最低的 100 只中证 800 指数成分股，持股半年，结果 2007 年至今策略的胜率为 71.4%，年化收益率高达 18.2%。
- **总之，无论哪种方法，只要能够做到极致都能够获得相当高的风险-收益配比。**

## 正文目录

一、序言：A 股投资的九大流派.....	3
二、价值投资流派概览.....	5
三、五种价值投资流派的详细分析 .....	7
1、深度价值——把握基于内在价值的价值重估 .....	7
2、类固收（高分红）策略——稳稳的幸福 .....	9
3、长期价值——心态的胜利 .....	11
4、价值趋势——在轮动中实现超额收益 .....	13
5、逆向投资——挑战并战胜市场 .....	16
6、小结——价值投资是一种有效战胜市场的方法 .....	19

## 图表目录

图 1：价值派的五个细分投资流派 .....	6
图 2：固定资产投资增速 .....	7
图 3：2014 年开始 A 股非金融上市公司自由现金流转正 .....	7
图 4：某建材上市公司经营现金流大幅增长，自由现金流转正后迎来了价值重估 .....	9
图 5：左边的建材上市公司自由现金流转正后迎来了价值重估 .....	9
图 6：2011-2014 银行股上演了典型的低估值陷阱 .....	14
图 7：2014-2015 年计算机行业上演了高估值陷阱 .....	14
图 8：基于价值趋势的投资策略 .....	15
图 9：科技是未来两年业绩改善较为明确的领域 .....	16
图 10：逆向市场认知、逆向市场关注和价值趋势的出手时机 .....	17
图 11：2007 年至今高换手率组合与低换手率组合表现均大幅超越中证 800 指数 .....	18
图 12：建立逆向投资组合的流程示意图 .....	19
表 1：A 股投资的方法组合 .....	4
表 2：2014 年之后各行业自由现金流 .....	8
表 3：低估值策略有十年战胜了市场平均水平 .....	8
表 4：2014 年以来，沪深 300 红利指数收益率和万得全 A 指数和沪深 300 指数比较（单位：%） .....	10
表 5：巴菲特持有超过 15 年的股票 .....	11
表 6：最简化的长期价值投资策略与指数 .....	12
表 7：低换手率指数年化收益率远超大盘且胜率较高 .....	18

## 一、序言：A 股投资的九大流派

在金庸的小说里，有各种各样的门派和流派。比较知名的有少林，武当，峨眉，华山，丐帮、逍遥，这是名门正派，中立的有唐门、天山、药王谷；邪派代表有恶人谷、移花宫。每个门派都有自己的独门秘籍和武功。只要掌握好本能的独门秘籍和武功，就可以纵横江湖。

而在 A 股，也有不同的投资门派和流派。很多人把财报分析、看图、看新闻，作为一些流派的划分，这个是不准确的，对于投资而言，看财务报表、看上市公司公告、分析企业投资价值、看 K 线图，看新闻和国家大事。这些都是投资的方法，而不是流派。不同的投资流派都可以采取以上的投资方法，只不过所侧重重点并不一样。

没有最好的投资策略和流派，也没有高尚或者低俗的投资方法流派，只有适合自己的投资方法和流派。**无论哪种方法只要能够做到极致都能够获得相当高的风险-收益配比。**投资者应该根据自身的投资目标、持股期限、风险偏好选择最适合自己的投资方法。**投资首先忌讳的是投资方法漂浮不定**，总是羡慕优秀的投资者的方法，或者投资方法超出自己的能力圈，亦或者希望无所不能。另外一种不现实的想法是希望每天，每个星期，每个季度都获得超出同类平均的正收益，越希望如此，就越容易出现投资方法飘忽不定，最终就像一个人同时学了不同门派的内功和心法，结果导致走火入魔，心神不定。

那么如何划分投资流派呢？

首先，根据关注点不同，所有流派可以分为两大类，第一大类关注企业价值，首要出发点是赚上市公司盈利的钱，次要是赚市场的钱，**这一大类流派都可以称之为“价值派”**；另外一大类关注市场博弈，首要出发点是赚市场（别的投资者）的钱，企业价值只是市场博弈的关注点之一，**这一大类都可以称之为“市场派”**。

如果再进一步细分，必须要考虑的三个因素是**持股时间、风险承受能力和预期收益**。这主要是根据资金性质与客户偏好做出的划分，不同的持股期限、波动承受能力、预期回报率决定了投资方法和流派。

一般而言。对于 A 股投资来说，预期收益越高所要承担的波动也越高，反之亦然。清楚这一点投资者不会提出太过分的要求。但是也有部分投资者能够承担的波动很低，但预期回报率却很高，这种投资者往往会出现频繁买卖股票或频繁申赎基金的行为，而最终的结果恰恰不如意。我们可以根据**持股时间、风险承受能力和预期收益**，把投资划分为 12 种组合，分别对应 9 种流派，还有 3 种组合不能称之为流派，是典型的股票投资失败的操作方法。

根据持股时间窗口，我们可以分为长、中、短期，分别是：

- 长期：平均持股时间在 1 年以上
- 中期：平均持股时间在 3 月到 1 年
- 短期：平均持股期间为 1 天到 3 个月

根据风险偏好，我们可以分为：

- 高风险偏好：能够承受较高的波动，回撤容忍较高
- 低风险偏好：能够承受较低的波动，不能容忍明显回撤

根据预期回报率，我们可以分为：

- 高预期回报率：希望能够获得较高，甚至是超过市场平均回报的收益率
- 低预期回报率：希望能够稳健获得一定的投资回报率

根据以上要素，我们可以得到一个十二宫格：

其中有九派可以算作“名门正派”，而剩下三种，则是典型的散户行为，都是会导致投资失败的关键因素。

**表 1：A 股投资的方法组合**

大类属性	持股时间	预期波动	预期回报	流派
价值派	长	高	高	长期价值
	长	低	高	深度价值
	长	低	低	类固收/高分红
	中	低	高	逆向投资
	中	高	高	价值趋势
市场派	中	低	低	严格交易策略
	短	高	高	热点追击/事件驱动
	短	低	低	量化套利
	短	低	高	高频交易
失败策略	短	高	低	瞎炒
	中	高	低	消息驱动
	长	高	低	持亏倾向

资料来源：招商证券



## 二、价值投资流派概览

价值投资一直是市场奉为圭臬，尤其是 2014 年以来，随着陆股通的开通，外资的流入，对国内的投资生态产生着潜移默化的影响，炒小、炒新、炒差的风气逐渐扭转，价值投资逐渐成为市场主流。但是关于何为价值投资，也有不同的探讨和争论。

什么是“价值投资”，简单的说，主要是以企业创造的价值为主要出发点的投资方法，市场交易因素并不是特别重要的考量因素。但是，企业创造的价值又是什么呢？

有部分观点认为，实打实的现金分红才是企业创造的价值，持这种观点的人衍生出一种投资流派就是——**类固收或者高分红策略**。能够通过上市公司拿到实实在在的分红，确实创造了价值，这个没有什么太大的争议。

那么公司的现金分红从何而来？那必然公司能够不断创造现金流，就是创造价值，因此，衍生出非常有名的指标——自由现金流（FCFF, Free Cash Flow for the Firm），自由现金流指的是公司净利润将非现金损耗（折旧和摊销）加回，然后扣减现金资本支出和运营资本的增加。这个指标考量的是公司通过持续经营，能够获得的自由支配和分配的现金。这种概念的价值，解释了分红的来源。是在上一种朴素“价值”基础上的进一步深化。

自由现金流量等于息税前利润乘以（1-所得税率）加折旧减资本支出，减运营资本增长。

$$FCFF = EBIT(1 - \text{所得税率}) + \text{折旧摊销} - \text{资本支出} - \text{运营资本增加}$$

我们可以通过对未来的现金流进行贴现，来得到公司的“真实”价值。

于是，这种估值方法衍生出一种价值投资理念，**这里称之为“深度价值”**。由于市场定价错误，导致部分公司的市值低于真实价值，因此买入公司市值低于“真实”价值并持有，直至错误定价被修正。

而这种深度价值策略，在实战中，被异化成另外一种策略——**低估值策略**，即，尽可能买入低估值的板块和个股，避免买入高估值的板块和个股。

**如果考虑到自由现金流，很多营收增长很快、表观盈利增速很快的公司是没有价值的**，典型的就增收增利不增现金流，则必然以应收类项目存在，应收类项目很可能最终转化为坏账损失，最后一把计提。再一看过去几年实际则是颗粒无收。另外一类增收增利不增自由现金流的公司，就是需要持续进行资本开支和固定资产投资的公司，不断融资扩张产能，但可能最终一次决策失误或是未能跟上技术潮流，固定资产变资产减值损失，一把计提十年白干。

**正因为如此，深度价值投资流派在这里就与价值趋势流派和长期价值流派分道扬镳。**

**对于价值趋势流派和长期价值流派而言，价值核心的要点是公司要能够增长**，在公司变为成熟企业之前，**公司没有自由现金流甚至没有正的经营现金流都是可以接受的**。评估公司价值增长的方法是看会计科目，对于不同的公司类别和行业，投资者有不同的要求。对于大部分公司是净利润的增长，对于部分需要持续投入比较大的公司则是看收入的增长，有些公司折旧摊销比较大，则考虑 EBITDA 的增长。除此之外，根据不同的细分行业类别，还有不同的看增长的方法，比如说有些医药公司研发管线的增长，有些类别看预收账款增长，有些看订单增长，有些公司看活跃客户数量，客单价，甚至是点击数量。总之，根据财务报表和财务报表附录的某些科目，对公司的成长性做一个判断。

**而价值趋势流派和长期价值流派所关注的点又不一样——由于持股期限不一样，价值趋**

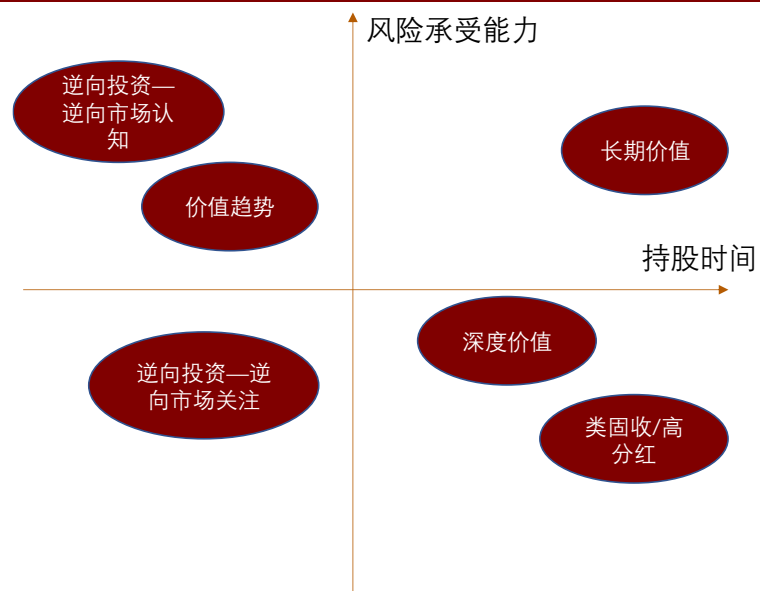
势流派试图在所有行业类别里面找到增长最快的公司和行业，因此，对于价值趋势流派来说，行业景气轮动就成为一个非常重要的因素。

而对于长期价值流派来说，更关注的是企业的管理层是否能够给企业带来长期的增长，**管理层的价值更优于短期的公司财务报表的表现**。对于长期价值流派来而言，短期的财务数据受到经济景气 and 行业景气的影响，会出现一定的波动，但是并不会改变长期价值。除非是公司的管理层或行业发生了根本性的变化，使得长期价值投资者认为该公司已经不再能够实现中长期的增长，才会选择卖掉该股票。

最后一种非常介于“价值派”和“市场派”之间的价值投资流派是逆向投资，逆向投资流派不简单的是考虑企业的自身价值，而是更看重“我”和市场对企业认知的差异，利用对企业价值认知的差异赚钱，如果“我”对了，市场错了，我就能赚的价值回归的钱。从这个角度看，逆向投资和深度价值在思考方法上有类似之处。**他们的区别在于逆向投资的核心是“市场错了”，而深度价值的核心“足够便宜和足够的安全边际”。**

如此，根据持股时间和风险承受能力，价值派可以大致分为五个细分投资流派分别是，长期价值、深度价值、类固收/高分红、价值趋势和逆向投资：

图 1：价值派的五个细分投资流派



资料来源：招商证券

### 三、五种价值投资流派的详细分析

#### 1、深度价值——把握基于内在价值的价值重估

##### (1) A 股价值发现之路

基本理念：通过企业经营分析和财务分析，计算出企业内在价值，并买入市场价值低于内在价值的上市公司

适用属性：持股时间长、风险承受能力较低、预期回报率较高

知识储备：极强的财务报表分析能力，企业经营业务熟悉

核心要点：通过 FCFF 或者 DCF 模型对公司价值进行估算

简化版：低估值策略

自由现金流贴现模型在各种股票投资，财务报表分析相关书籍中都会浓墨重彩，但是实际上过去这种方法是“看起来很美好”。原因在于，过去三十年，中国实现了快速增长，这种增长毫无疑问要以不断的投资来实现，因此，大部分行业都会有比较大的资本开支，因此，比较难拥有稳定的现金流。

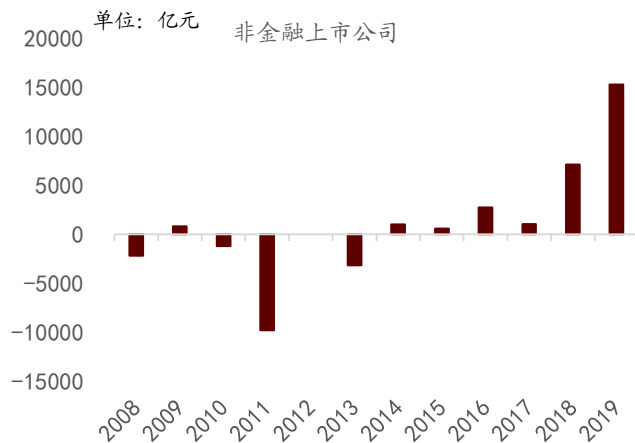
因此，也不能完全怪中国投资者在此前普遍不“价值”，实则很难用经典的价值投资方法来对 A 股进行估值。

图 2：固定资产投资增速



资料来源：Wind、招商证券

图 3：2014 年开始 A 股非金融上市公司自由现金流转正



资料来源：Wind、招商证券

随着时间的推移，2014 年以后，制造业投资增速大幅下滑，很多行业竞争格局开始趋于稳定，因此 2014 年开始非金融上市公司整体自由现金流开始转正。而正是这时，沪股通的开通，逐渐引入了海外投资者，海外投资者集中买入了高自由现金流的公司例如茅台、格力等，尤其是 2016 年以后，对于极其便宜，拥有较高企业自由现金流价值股进行了一轮重估。2018-2019 年，A 股自由现金流规模大规模增长，越来越多的上市公司开始出现正的自由现金流。

2014 年以来，能够拥有稳定自由现金流的行业主要是非银金融、建筑材料、食品饮料、家用电器，这些行业估值一般相对较低，在这样的特定背景下，能够算历史和预期未来稳定现金流的行业也主要集中在这些行业，而这些行业往往估值比较低，有很多采取类似的稳定低估值策略也可以理解为一种深度价值策略。

而 2018 年，随着规模做大，资本开支相对回落，很多过去很少有正自由现金流的行业开始出现正的自由现金流，例如机械，计算机，通信，传媒，随着竞争趋缓，经过了优胜劣汰之后，剩下的上市公司自由现金流开始明显改善，我们也可以逐渐引入自由现金流的模型来对这些行业的公司进行分析，这在以前是不可想象的。

表 2：2014 年之后各行业自由现金流

行业	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	备注
建筑材料	114.09	79.58	89.99	154.55	363.16	578.38	逐年增加
化工	783.64	732.52	1632.2	1480.13	1223.59	293.09	相对稳定
家用电器	262.34	603.09	250.21	397.25	214.24	497.99	相对稳定
食品饮料	68.14	322.64	766.33	602.85	852.39	835	稳定
休闲服务	4.79	-5.68	106.26	92.81	44.46	55.2	稳定
电气设备	19.98	6.05	-169.86	-451.15	-57.96	-31.52	仍然处在高投入阶段
农林牧渔	-76.93	20.29	-13.52	-159.38	-88.43	120.1	去年开始转正
医药生物	-105.77	132.94	34.16	-186.94	-37.22	430.03	去年开始转正
电子	-273.45	-453.25	-885.23	-781.15	-897.75	52.13	去年开始转正
传媒	26.22	150.73	-178.64	-24.24	238.22	461.55	前年开始转正
计算机	-95.72	-1.51	-270.58	-87.3	82.69	220.07	前年开始转正
通信	339.1	553.61	-342.62	-92.19	14.89	350.61	前年开始转正
房地产	-1448.88	-3601.2	-354.4	-2147.49	388.41	2747.65	前年开始转正
交通运输	-53.86	949.38	261.8	-423.59	304.26	1872.01	快速增加
机械设备	-306.87	-333.14	-248.13	-23.21	97.9	568.88	近年来开始转正
纺织服装	-56.03	61.16	37.1	-4.53	8.11	184.22	近年来开始转正
采掘	550.3	278.25	807.4	2589.67	1302.56	2212.51	供给侧改革之后保持稳定
钢铁	751.85	-8.73	130.41	453.75	1251.27	1187.53	供给侧改革之后保持稳定
有色金属	146.1	-170.7	243.6	-107.67	131.73	399.48	不稳定
国防军工	-124.98	-27.71	-299.19	153.36	-110.15	289.09	不稳定
建筑装饰	-568.15	600.37	622.05	492.05	2018.53	1223.93	不稳定
轻工制造	29.07	1.27	-71.6	-49.37	133.57	65.28	不稳定
商业贸易	-92.06	-214.72	-149.42	61.28	-271.8	220.76	不稳定
汽车	132.33	156.12	132.45	177.79	-722.2	280.6	不稳定
银行	4467.83	-25475.42	-12957.07	28857.94	33120.08	27632.36	
非银金融	5552.27	8036.4	11750.15	12913.56	9515.41	18126.14	
公用事业	1035.85	840.58	774.65	-968.93	586.73	1120.8	

资料来源：Wind、招商证券

## （2）深度价值简化版——低估值策略的收益率

深度价值的核心思想是寻找市场价值低于内在价值的标的，那么便宜是非常重要的一个关注指标，这里我们做一个简单的低估值策略，注意是近似，衡量这种策略的投资效果。

如果我们模拟一个简单的深度价值（低估值策略），每年滚动买入市场最低市盈率或者市净率 150 只个股，则每年的投资结果如下图所示，在 2005 年以来的十五个完整年度，低估值策略有十年战胜了市场平均水平。如果投资者利用专业知识对个股选择进一步优化，将会进一步提高战胜市场平均水平的胜率。

表 3：低估值策略有十年战胜了市场平均水平

指标	低市盈率策略	低市净率策略	沪深 300	万得全 A	是否战胜指数
2005/12/31	-0.3	-14.8	-7.7	-11.5	是
2006/12/31	128.3	105.7	121	111.9	是
2007/12/31	192.3	224.7	161.5	166.2	是
2008/12/31	-68.1	-58.1	-65.9	-62.9	否
2009/12/31	116.4	105	96.7	105.5	是
2010/12/31	-19.6	-20	-12.5	-6.9	否
2011/12/31	-21.7	-15.7	-25	-22.4	是
2012/12/31	9.6	11.9	7.6	4.7	是



2013/12/31	-9.6	-5.5	-7.6	5.4	否
2014/12/31	61.1	71.6	51.7	52.4	是
2015/12/31	15.8	9.8	5.6	38.5	否
2016/12/31	-6.2	-5.3	-11.3	-12.9	是
2017/12/31	25.3	12	21.8	4.9	是
2018/12/31	-22.5	-19.8	-25.3	-28.3	是
2019/12/31	24.9	14.5	36.1	33	否
2020/4/24	-10.1	-10.5	-4.5	-1.9	暂时否
2005 年至今累计	387.1	458.1	201.1	319.7	
2005-2019 年化	11.10	12.10	7.60	10.00	
胜率					66.70%

资料来源：Wind、招商证券

随着时间的推移，深度价值策略，或者说简单低估值策略吸引力将会越来越提升。随着利率中枢的不断下移，贴现率越来越低，自由现金流的价值将越来越高，因此，**具有高自由流量价值的股票在未来有望迎来价值重估，快捷版“深度价值策略”——低估值策略在未来有望逐渐迎来价值回归。**

### （3）深度价值之路——不简单是消费金融

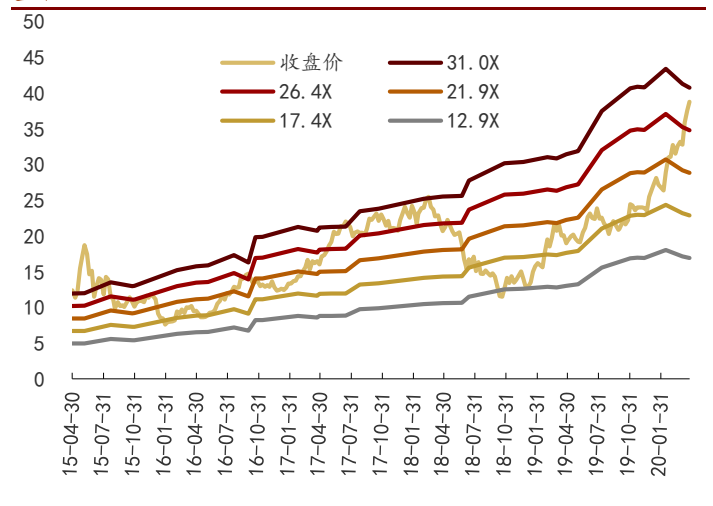
而中国经济结构发生了变化，使得各个行业的竞争格局都趋向于稳定，**越来越多的行业中优秀上市公司变成“现金牛”，在越来越低的贴现率的作用下，他们的价值在不断增强，只不过当前市场并没有认识到这种变化。因此未来的 A 股深度价值策略将会越来越有市场，我们会发现有很多现金流非常好的公司在过去已经有了非常突出的价格表现。未来将会有越来越多的这样的公司被挖掘。**

图 4：某建材上市公司经营现金流大幅增长，自由现金流转正后迎来了价值重估

年份	经营活动现金净流量	自由现金流	股价
2008/12/31	-1.11	-1.99	33.10
2009/12/31	-0.40	-1.35	49.97
2010/12/31	-1.87	-3.23	39.40
2011/12/31	-1.88	-3.74	12.24
2012/12/31	3.84	3.32	15.25
2013/12/31	2.64	-3.18	26.37
2014/12/31	3.51	-2.36	33.34
2015/12/31	4.21	-2.73	19.53
2016/12/31	5.90	7.26	21.69
2017/12/31	0.24	-12.30	39.96
2018/12/31	10.14	6.33	12.95
2019/12/31	15.89	4.33	26.31

资料来源：Wind、招商证券

图 5：左边的建材上市公司自由现金流转正后迎来了价值重估



资料来源：WIND、招商证券

## 2、类固收（高分红）策略——稳稳的幸福

### （1）类固收策略的基本思路

投资理念：通过买入稳定分红上市公司的组合，获取相对稳定的分红投资回报率，同时一定程度上获得股价上涨带来的资本利得。

适用属性：持股时间长、风险承受能力较低、预期回报率较低

知识储备：适度的财务报表分析能力，对企业经营业务相对熟悉

核心要点：主要关注公司的分红收益率、分红策略和稳定性

类固收（高分红）策略与深度价值共同特征是都需要持股时间较长，并且都拥有低估值的特征，而且投资的标的往往都是现金流较好的标的。因此，这两种策略往往会被投资者所混淆，但是类固收（高分红）策略与深度价值最大的差异在于，**前者获取回报的主要动力是基于上市公司的分红，而深度价值仍然看重股价上涨来带的回报**。这就决定类固收（高分红）策略在实际操作中有着显著的不同。

类固收（高分红）策略更看重行业的稳定，更看重拥有稳定的现金流，而不是持续增长的自由现金流；除此之外，上市公司必须拥有稳定的分红。

## （2）一个简明的类固收策略

根据中证公司提供的沪深 300 红利指数，沪深 300 红利指数以沪深 300 指数样本股中股息率最高的 50 只股票为成分股，采用股息率作为权重分配依据，以反映沪深 300 指数中高股息率股票的整体表现。从历史来看，2009 年以来虽然该指数战胜指数的概率不高，但是 2014 年以来，随着陆股通引入了大量外部资金，沪深 300 红利指数在 2014 年以来的六年中，有四年战胜了万得全 A 指数和沪深 300 指数，表明高股息的股票在日益受到更多投资的青睐。

历史来看，2013 年以来，沪深 300 红利指数考虑分红后的年化回报率达到了 12.4%，其中股息率贡献了 4.2%，股价增值贡献了 8.2%，优于 WIND 全 A 指数 10.1% 的年化回报。在利率快速下行的 2014 年，2016 年，2018 年，沪深 300 红利指数均取得了较好的超额收益，今年利率中枢进一步快速下行，十年期国债利率低至 2.5%，而沪深 300 红利指数股息率提升至 4.8%。使得类固收（高分红）策略由迎来一个较好的建仓时间节点。

表 4：2014 年以来，沪深 300 红利指数收益率和万得全 A 指数和沪深 300 指数比较（单位：%）

年份	沪深 300 红利	沪深 300	万得全 A	沪深 300 红利全收益	沪深 300 红利指数分红回报率	是否战胜指数
2009-12-31	108.6	96.7	105.5	0.0		是
2010-12-31	(12.0)	(12.5)	(6.9)	0.0		否
2011-12-31	(21.6)	(25.0)	(22.4)	0.0		否
2012-12-31	4.5	7.6	4.7	0.0		否
2013-12-31	(10.3)	(7.6)	5.4	(6.6)	5.0	否
2014-12-31	60.5	51.7	52.4	68.4	3.7	是
2015-12-31	6.8	5.6	38.5	10.0	3.9	否
2016-12-31	(5.6)	(11.3)	(12.9)	(1.6)	4.0	是
2017-12-31	30.2	21.8	4.9	34.8	3.8	是
2018-12-31	(17.9)	(25.3)	(28.3)	(14.6)	4.9	是
2019-12-31	21.3	36.1	33.0	26.1	4.2	否
2020-05-06	(10.0)	(3.9)	(0.7)	(10.0)	4.8	暂时否
2009 年至今累计	142.9	107.1	188.1	-		
2009-2019 年化	8.4	6.8	10.1			
2013 年至今	72.1	58.7	95.6	126.2		
2013 年至今年化	8.1	6.8	10.1	12.4		

资料来源：Wind、招商证券

### 3、长期价值——心态的胜利

#### (1) 长期价值投资的关键

基本理念：长期持有成长性较好或者经营状况较好的个股，忽略经济周期和行业周期波动，从而在长期中获得较高的投资回报

适用资金属性：投资期限长、风险承受能力高、预期回报率高

管理人能力储备：极强的财务报表分析能力，拥有对公司经营情况有相当深入的了解的外部环境和条件

关切要点：主要关注公司管理水平，管理团队稳定性，公司竞争格局的变化，公司产品

的产品力  
与前面两种价值策略不同，无论是基于价值低估的深度价值策略，还是分红率，股票的估值水平是一个非常重要的考量因素。但是长期价值不会因为公司贵或者便宜就轻易的做出买入或者卖出决策。巴菲特是长期价值投资理念的典范，由于其资金成本较低，资金性质较为长期，巴菲特对很多个股采取了长期持有，我们统计，有七家上市公司伯克希尔哈撒韦持有时间超过了 15 年，主要分布在必须消费品和金融领域。

表 5：巴菲特持有超过 15 年的股票

公司	开始日期	出售日期	持有时间
华盛顿邮报	1973	2013	41
可口可乐	1988	至今	26
富国银行	1989	至今	31
宝洁公司（2005 年收购吉列）	1991	至今	29
美国运通公司	1994	至今	26
穆迪公司	2001	至今	19
GEICO 保险（1995 收购其成为全资子公司）	1976	至今	44

资料来源：巴菲特历年致股东信、招商证券

长期价值中的所指的“价值”，较上述深度价值和类固收两种流派中的“价值”就会更加宽泛，**狭义的长期价值是指企业能够实现长期稳定的盈利增长**，要么是企业在在一个增长的市场或者行业，要么是企业在在一个存量市场获得了更多的市场份额。

**广义的长期价值会根据不同的细分行业属性看重不同的价值属性**。例如互联网行业的活跃用户数，云计算行业的收入，科技型公司的 EBITDA，医药公司的研发管线等等，虽然最终还是要落实到净利润和自由现金流。但是在净利润和自由现金流出来之前，长期价值投资流派仍然可以接受用其他指标作为价值的衡量方式。

**长期价值的关键点不在于行业属性和行业周期，而在于企业的经营状况，尤其是企业管理层的管理水平**。长期价值实现的关键在于有一个强有力的公司管理层和公司治理结构，从而实现无可比拟的品牌价值、平台价值和产品壁垒。

**公司长期价值实现的关键要素是公司产品所面临的外部环境是潜在市场空间，内在修为是公司的管理能力所造就的产品力**。相比之下，内在修为的重要性远胜于潜在的市场空间，即便是成熟稳定的市场，甚至是萎缩的市场，仍然有可能孕育具有产品力的长期投资标的。好公司在“烂行业”也照样有可能实现长期优秀的增长。

**公司的产品力**，简而言之就是公司的壁垒和渗透力，是指在无论是在增量市场还是存量市场，**公司都具备提升市场份额和价格的潜力**。公司产品可以替代别家公司产品，而反

过来则并不容易。替代别家公司产品的实现途径可以是**外延并购、同类创设、渗透率提高**。LVMH 是典型的外延并购，立讯精密是典型的同类创设，茅台是典型的渗透提高，虽然所面临的市场竞争格局、市场空间完全不相同，这些公司均实现了相似的长期增长。

**产品力的最终关键是要实现“用户粘性”**——优秀的长期价值投资标的基本都拥有相似的属性——一旦用上了他家的产品，就难以再更换，茅台、苹果、LVMH、亚马逊、腾讯、微软都有类似的特征。上市公司建立用户粘性的方法有渠道能力、技术实力、产品质量等方式，**识别客户和用户粘性，就成为长期价值投资最为关键的要领之一。**

当然，识别公司的产品力有些较为容易，有些需要相当的专业知识，因此长期价值投资对于投资者的眼光要求非常高，在事后追溯我们很轻易的说一些喜闻乐见的案例，比如茅台、格力、恒瑞等，但是站在 10 年前，五年前，三年前，都有很多理由让我们拒绝买入。而让我们拒绝的原因，往往都是周期性的原因。

## （2）一个最简化的长期价值投资策略

如果一定要用一个简单的财务指标来去衡量，那么一个优秀的长期价值投资标的，至少具备两个重要特征，第一拥有高于同行业的毛利率水平，这取决于公司的产品力。第二，公司拥有良好的经营管理能力，从而实现良好的周转水平，费用控制能力以及财务杠杆的应用，**最终的结果是实现了更高的 ROE 水平。**

不考虑投资者主观能动性，验证上述策略可以简化为一个高 ROE 策略，即滚动买入过去三年每年 ROE 都在 20% 上的个股组合，持股一年（长期价值的最短持股期限）

表 6：最简化的长期价值投资策略与指数（单位：%）

日期	策略收益率	沪深 300 收益率	wind 全 A 收益率	投资个股数量	是否战胜指数	该策略在主动偏股公募排名百分比
2011/12/31	-25.3	-23.4	-21	161	否	60%
2012/12/31	7.1	7.6	4.7	120	是	36%
2013/12/31	14	-6.1	7	133	是	51%
2014/12/31	36.9	53.7	53.6	138	否	18%
2015/12/31	38.1	7.9	40.8	127	否	62%
2016/12/31	-7.1	-12.1	-14.2	106	是	27%
2017/12/31	26.2	21.8	4.9	88	是	24%
2018/12/31	-21.6	-25.3	-28.3	97	是	37%
2019/12/31	42.3	36.1	33	112	是	53%
2012 年以来累计回报	2.018	0.823	1.082			
2012 年以来年化回报	14.8	7.8	9.66			

资料来源：Wind、招商证券

这个策略在 2011 年开始后的九年内，有六年战胜了市场平均水平，在 2016 年以来的四年稳定战胜了指数和市场平均水平。如果能够发挥投资者的主观能动性，有望实现更加优异的投资回报率。

## （3）长期价值的投资难点

长期价值策略面临三大难题，第一个难题是评估没有实际净利润的公司情况，目前大家耳熟能详的长期价值投资标的都是属于消费品或者金融，有相对来说比较稳定的净利率和盈利能力，因此可以通过各种财务分析方法进行分析，但是中国的经济发展到现阶段，未来消费和科技的发展将会是两大并行的趋势，对于科技公司来说，一般盈利并不



稳定，甚至有很多公司盈利水平比较低，但是未来发展前景却很大，从美国股票市场来看，大量的万亿级别的上市公司都是科技公司，在他们体量较小的时候也是缺乏盈利能力的。**如何评估科技公司的产品力和长期价值，这是摆在未来长期价值投资者面前的一个难题。**当然很多长期价值投资者表示我不看科技公司，也是可以的。当然，如果摒弃行业观念，我们会发现，其实很多科技公司的逻辑和消费公司是完全想通的。苹果公司就是一个典型的代表，既是科技又是消费，因而受到了巴菲特的青睐。

第二个难题是如何取舍市场选择，尤其是当标的涨幅比较大，估值比较贵的时候，是否应该卖出？按照长期价值投资理论的话，如果公司所处的行业没有发生根本性变化，或者公司的产品力、管理水平没有发生根本性的变化，就不应该因为股价过高涨幅过大或股市过贵而卖出股票。如果是由于行业的周期性变化造成的下跌，也不应该抛售股票。但有很多投资者无法过自己的心理这一关，无法心平气和的接受公司股价太高或者说是行业将进入下行周期。**如果投资者无法过自己的心理这一关的话，那就不应该采取长期价值，而应该采取接下来下一种价值流派——价值趋势。**

最后一个难题是如何面对一段时间内考核。没有股票能够每年涨幅都战胜市场，同样的道理，一组长期价值组合也很难每年都战胜市场，当风格变化或者经济周期变化时，一个长期价值组合持续跑输市场，会不会面临考核压力，会不会面对客户的赎回，这些也都是长期价值投资者所面临的问题。**如果资产管理公司能够有更加宽松的考核机制，能够培育一批较为稳定的客户群体，那么基金经理也可以将更多精力投入企业价值研究，而不是在市场博弈的大海中漂泊，资产管理公司也将会实现更高的长期投资回报率。**

## 4、价值趋势——在轮动中实现超额收益

基本理念：通过选择景气度最高，或者边际改善最明显的细分行业中最优秀的上市公司，从而持续获得战胜市场的超额收益。

适用资金属性：投资期限适中、风险承受能力高、预期回报率高

管理人能力储备：一定的宏观行业分析能力，较多的行业知识和基本面储备，拥有大量的各种相关信息资源和渠道，一定的个股财务报表和分析能力

关切要点：行业比较、细分行业景气度、不同上市公司在行业景气变化中的相对优势

### （1）价值趋势——解决 A 股机构投资者痛点的投资流派

价值趋势是当前机构投资者最常用的投资策略之一，因为对于一般机构投资者而言，客户不太会有那么长的忍耐力，而且无论是相对收益还是绝对收益，都有相对比较短的考核期限。因此前面三种偏长期视角的价值投资策略，都不太适合大部分的机构投资者。因为上述三种长期视角的价值投资策略都需要有一个比较友好的考核环境和客户的支持。由于试图持续战胜市场和行业平均水平，投资者就必须要把握最强趋势的板块，**而就笔者的视角而言，绝大多数时候，股价的相对强弱都是由基本面来决定的。少数时候，由主题的强弱决定。**

在这样的一个假定之下，**价值趋势的核心就是把握边际改善最明显最明确的行业，并重仓持有。**这个投资方法需要使用行业比较的视角，因为很多时候很多行业都在同步改善，改善或者变化相对较小的那个板块不太会被市场所接受。因此价值趋势的投资方法最核心的思想就是行业比较。而策略研究在这个中间会扮演相当重要的角色（这句话是一个植入广告）。

对于价值趋势来说，**周期的视角就尤为重要**。因为万物皆周期。俗话说“人无千日好，花无百日红”，这句话在投资中非常有意思。我们此前做过一个研究，一个行业景气度持续向上，被主动偏股基金持续加仓持续最长的时间不过 13 个季度，正好是千日之期。

所有行业都是自己景气周期的变化，即便是前面提到的具有长期价值属性的个股，也无法逃出行业景气的变化，在行业景气向下的时候，再优秀的公司也很难独善其身。

**具体而言在价值趋势的投资策略中，最需要关注的就是收入增速和净利润增速**，对于少部分行业，关注其特异性的指标。相对而言收益质量指标没有那么重要，估值水平也没有那么重要。便宜的板块如果景气度没有改善的趋势，会更便宜。贵的板块，如果景气趋势持续改善可以更贵，因此在价值趋势的投资世界里，最重要的就是分析景气度的强弱变化。

**使用价值趋势投资方法，最有挑战的一点就是克服“估值陷阱”**。估值陷阱又可以分为高估值陷阱和低估估值陷阱。所谓高估值陷阱，是指投资者总会因为贵而中途卖掉一些股票和行业，而这些股票和行业在景气继续上行的背景下，不断被增持，因此投资者因为太过“价值”而失去了赚取个股和行业超额利润的机会。这是非常可惜的。而低估估值陷阱则是相反，当投资者看到部分股票和行业跌到一定估值之后，就认为拥有安全边际，但事实上，PE 永远不会带来安全边际。PE 从 10x 跌到 5x，与 40x 跌到 20x 效果并无分别。所以，到底是 10x 还是 40x 安全，还是取决于景气方向。

图 6：2011-2014 银行股上演了典型的低估估值陷阱



资料来源：Wind、招商证券

图 7：2014-2015 年计算机行业上演了高估值陷阱



资料来源：Wind、招商证券

在价值趋势投资流派中，景气是核心，估值是最不重要的变量，考虑到 A 股有大量趋势投资者的存在，因此，价值趋势投资流派中，**最丰厚的利润往往出现在最后一波大家“不看估值的时候”**。因此，如果确定使用价值趋势投资流派，那么就要淡化估值的概念，强化对景气的认知，从买入那一刻开始，卖出的唯一理由只有行业景气出现了问题。

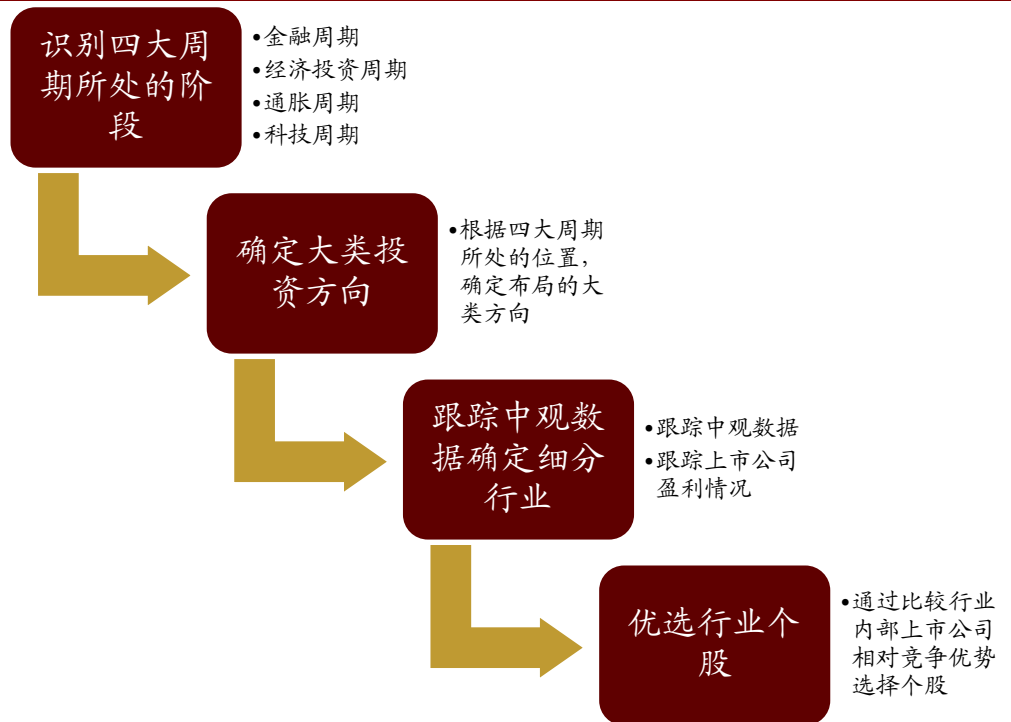
“趋势投资+看估值=平庸”

## (2) 价值趋势投资的投资流程

招商策略团队在过去的研究中建立了一套周期分析的框架，如下图所示，当然具体到各个细分行业的时候，就需要引入中观视角中行业数据，最后是上市公司的经营高频数据。通过对四大周期、行业数据、公司高频经营数据的一个综合判断，我们可以得出行业的景气度的变化情况，从而做出相应的配置组合。

一个典型的，基于价值趋势的投资策略如下图所示，

图 8：基于价值趋势的投资策略

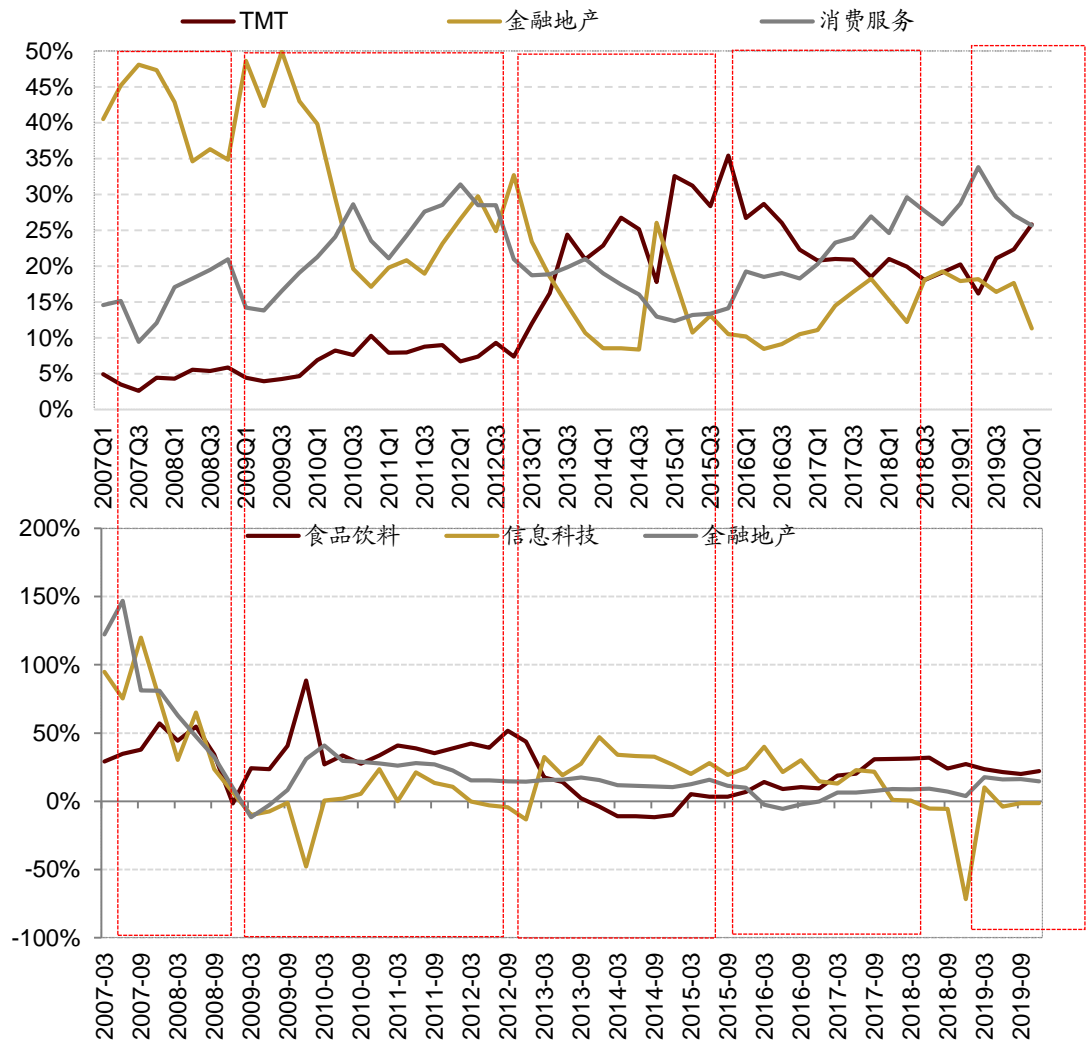


资料来源:招商证券

有观点认为，跳过大类资产、大类行业，直接跟踪中观，直接选择细分行业行不行？笔者的看法是这是战略和战术的问题，战略对了，战术出一点瑕疵，仍然能取得全局作战的胜利。但如果战略错了，战术就算再精彩，可能最终结果也不尽如人意。判定四大周期所处的位置本身就有挑战性，需要投资者对经济金融具有一定的认知。如果想要做好科技股的投资，也需要对科技周期有相当深入的了解。

在实战中我们会发现。主动偏股基金是价值趋势的践行者，因此我们在报告中提到过，公募基金会沿着净利润增速改善最明确的方向进行加仓并抱团，每一个大的周期差不多是三年零一个季度左右。目前来看，科技是未来两年业绩改善较为明确的领域，并且公募基金在过去的一个季度对科技领域进行了一定程度的加仓。目前来看，这种趋势可能仍将继续。

图 9：科技是未来两年业绩改善较为明确的领域（上图为四大行业的配置比例，下图为四大行业的净利润增速）



资料来源:WIND, 招商证券

## 5、逆向投资——挑战并战胜市场

基本理念：通过挖掘和发现市场认知错误或者关注盲点，从而在认知错误和盲点被修复时价格的变动来获得较高的投资回报。

适用资金属性：投资期限适中、风险承受能力相对较低、预期回报率高

管理人能力储备：拥有丰富的行业知识和基本面储备，拥有海量的各种相关信息资源和渠道，拥有较强的个股财务报表和分析能力

关切要点：对企业或者行业的认知差

### （1）逆向投资——经典但难度极高的投资流派

逆向投资策略在欧美市场一种相对比较成熟的策略，笔者倾向于也将其划分为“基本面”派，但是与“价值趋势”显著不同，逆向投资的经营理念不是与市场共舞，而是寻求有别于市场认知的投资机会。逆向投资不仅要考虑对企业或者行业的价值理解，还要兼具



考虑市场因素的能力。

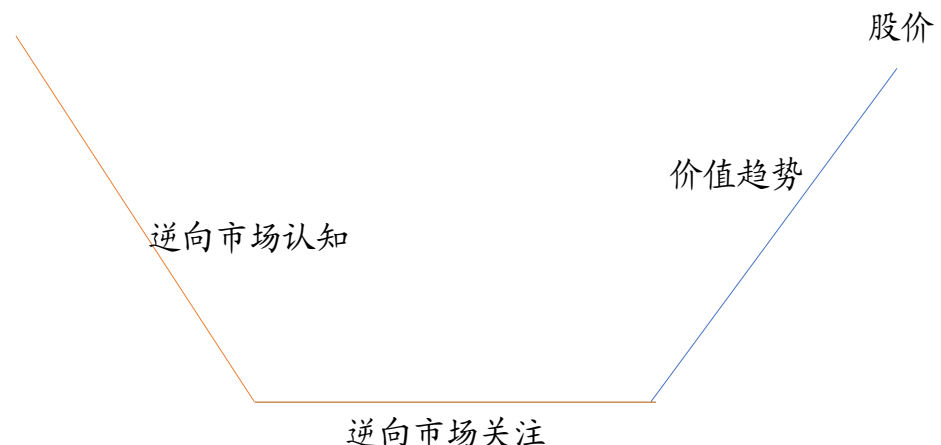
而在逆向投资大的框架之下，可以简单的划分为两类。

笔者称之为“逆向市场认知”和“逆向市场关注”。通常意义上的逆向投资大部分都是指逆向市场认知，包括大卫·德雷曼《逆向投资策略》，汉诺·贝克的《逆向投资心理学》，肯·费雪的《投资丛林法则》所描述的逆向投资，其核心思想都是试图把握市场认知错误和缺陷来获取投资回报。一句话总结就是“别人贪婪我恐惧，别人恐惧我贪婪”。上述经典书籍从不同角度描述了“市场为什么会犯错”，我们为什么可以通过市场错误赚钱。

不过，就笔者而言，逆向市场认知做投资，不仅需要极其丰富的知识，良好的心态，还需要有一定的回撤容忍能力，实施起来难度极大。但是，一旦成功，获得的回报也会相对丰厚。虽然逆向市场认知有一点好处是不用高位追涨，有很多时候可以捡到便宜货，但是至少就 A 股这种趋势投资者占据主导的市场而言。地板之下还有地窖，左侧抄底，无异于火中取栗。

因此，就逆向投资者而言，笔者更推崇“逆向市场关注”策略。有别于逆向市场认知，利用市场认知错误赚钱，逆向市场关注并不是利用市场认知错误，而是利用市场的忽视或者无视。简单的说，买入那些市场不关注的行业和个股，当行业和个股发生积极变化之后，市场重新开始认知并定价，从而赚取认知修复的钱。

图 10：逆向市场认知、逆向市场关注和价值趋势的出手时机



资料来源：Wind，招商证券

## (2) 一个简单的逆向市场关注的投资策略

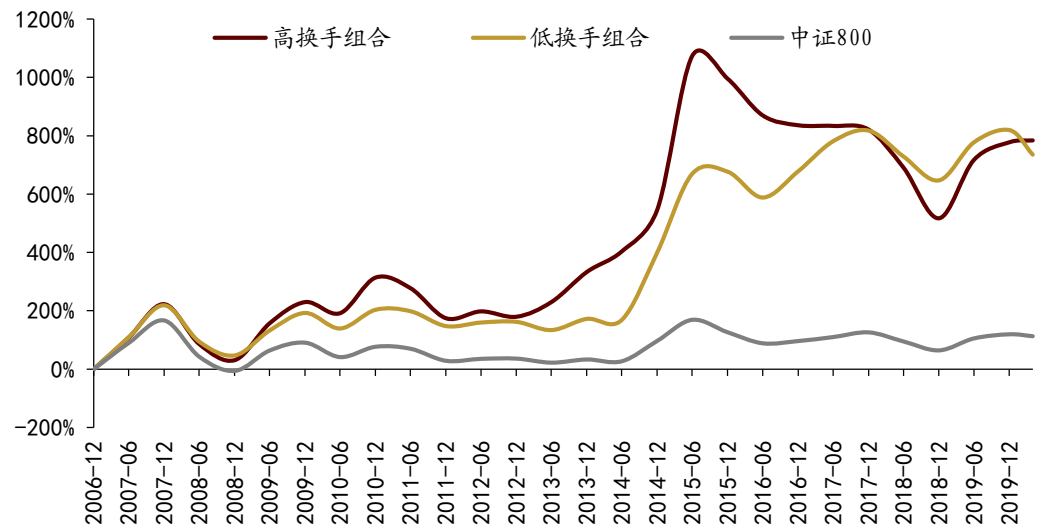
和上面一样，我们可以建立一个简单的策略，来间接衡量这种策略的有效性，那就是“低关注”策略。

以中证 800 指数成分股为股票池，用过去半年换手率最低的 100 只个股构建低换手率组合，每半年调仓一次（分别在每年的 1 月 1 日与 7 月 1 日），分别计算组合 2007 年至今的等权重收益率，结果如下：

2007 年至今，组合的累计收益率高达 835.0%，超出中证 800 指数 622.1%。具体来讲，2007 年，市场正处于牛市，组合也大幅上涨 218.6%，但是 2008 年下跌 53.9%，此后，2009 年组合收益率再次反弹，大涨 99.2%。2010-2013 年，组合进入横盘震荡，年涨幅分别为 3.7%、-18.4%、5.8%、3.9%。2014-2017 年，组合进入四年的上涨通道，

年涨幅分别为 83.9%、55.2%、0.2%、17.9%。2018 年，组合下跌 18.6%，2019 年，组合再次反弹，上涨 23.1%。2020 年初至今，组合下跌 9.2%。

图 11：2007 年至今高换手率组合与低换手率组合表现均大幅超越中证 800 指数



资料来源：Wind，招商证券

表 7：低换手率指数年化收益率远超大盘且胜率较高

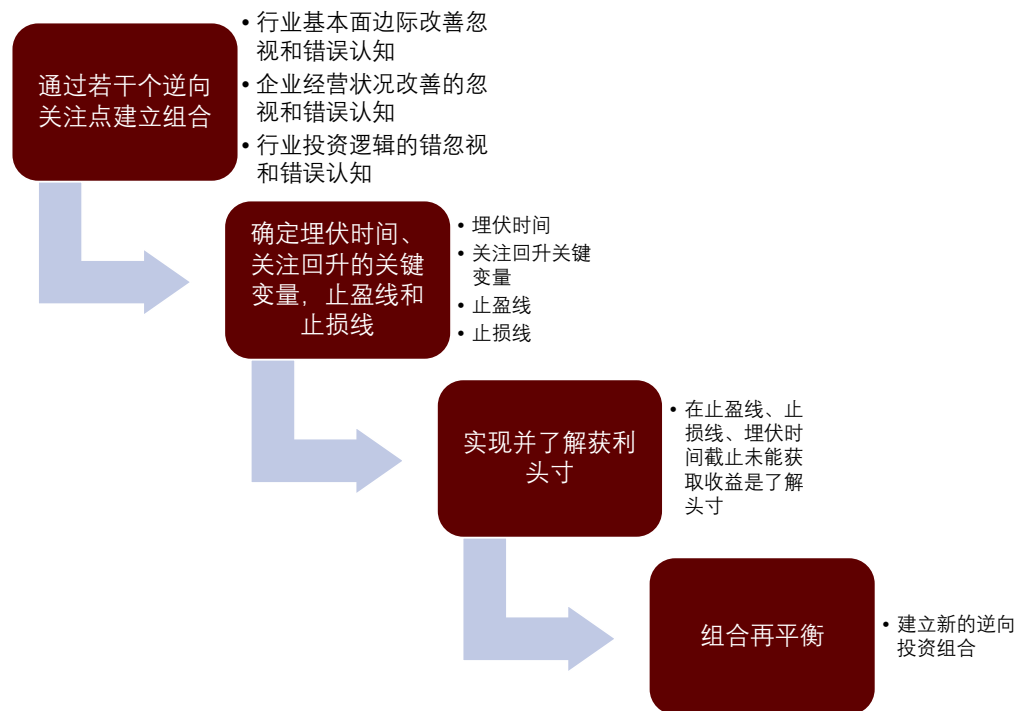
年份	低换手率策略	沪深 300	万得全 A	是否战胜指数
2007/12/31	218.6%	161.5%	166.2%	是
2008/12/31	-53.9%	-65.9%	-62.9%	是
2009/12/31	99.2%	96.7%	105.5%	否
2010/12/31	3.7%	-12.5%	-6.9%	是
2011/12/31	-18.4%	-25.0%	-22.4%	是
2012/12/31	5.8%	7.6%	4.7%	是
2013/12/31	3.9%	-7.6%	5.4%	否
2014/12/31	83.9%	51.7%	52.4%	是
2015/12/31	55.2%	5.6%	38.5%	是
2016/12/31	0.2%	-11.3%	-12.9%	是
2017/12/31	17.9%	21.8%	4.9%	是
2018/12/31	-18.6%	-25.3%	-28.3%	是
2019/12/31	23.1%	36.1%	33.0%	否
2020/4/30	-9.2%	-3.9%	-0.7%	暂时否
2007 年至今	835.0%	91.7%	192.1%	
2007 年至今年化	18.2%	5.0%	8.4%	
胜率				71.4%

数据来源：Wind，招商证券

### (3) 逆向市场认知的流程难点

投资者需要提前明确市场认知恢复的关键变量，设定能够等待的时间区间，能容忍的最大回撤以及止盈策略。

图 12: 建立逆向投资组合的流程示意图



资料来源: Wind, 招商证券

等待，是逆向市场认知的关键要点。逆向投资最痛苦的一点就是不知道要埋伏多久，不知道敌人会不会来。逆向市场认知流派最需要的就是耐心与止损。

## 6、小结——价值投资是一种有效战胜市场的方法

很多投资者都很推崇“价值投资”，可是到底什么是价值投资，不同的投资者有不同的理解，本文在讨论 A 股投资九大流派上半部分讨论了五种“价值流派”，根据持股期限、风险偏好、预期回报和不同的关切要点，将价值派分为五种类型——长期价值、深度价值、类固收/高分红、价值趋势和逆向投资，每种投资方法都有自己的理念、需要的知识储备、投资方法和关切要点。我们对不同方法通过简单的量化选股模拟了投资的回报，都能够取得不错的超额收益，如果再结合投资者的主观能动性，就能实现更高的投资回报。总之，没有最好的投资方法只有最合适的投资方法，任何投资方法做到极致都能够获得优秀的“风险-收益”配比。

**预告：**

**A 股投资九大流派：特点与策略（上）** 结束，欢迎关注 **A 股投资九大流派：特点与策略（下）**，我们将会讨论四大“市场流派”特点与策略，并分析三种失败的投资方法论。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张夏：中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。自 2011 年起加入招商证券，从事金融产品、大类资产配置及投资策略研究。目前担任首席策略分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业相对于同期市场基准（沪深 300）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业将跑赢基准
- 中性：行业基本面稳定，行业跟随基准
- 回避：行业基本面向淡，行业将跑输基准

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。