

## 第十三章 选股分析

策略投资就是多角度、多层次看问题，多角度保证在市场大方向上看对的正确概率尽可能增加，而多层次不仅可以和多角度相互验证，更重要的是，多层次体现了最终投资收益的差异。选股在策略投资里面的地位有两个，第一个是在自上而下确定了投资方向后，去选择符合那个投资方向的最优的股票，第二个是在自上而下分析难以判断未来的时候，自下而上的选股分析仍然可以为投资提供工具。对投资高手而言，大的策略方向应该不会出现問題，并且即使出現問題，也有防范机制，而高手之间收益率的根本差异，主要体现在对行业、主题和风格的正确选择，特别是对个股的正确选择上。

选股涉及两个方面，一个是公司分析，一个是股票分析。关于公司分析，这应该是一个投资者具备的基本素质，并且有大量非常优秀的参考书籍可以参阅。本章站在作者的理解角度，重点研究股票分析，我所理解的股票分析是需要解答下面的问题：1、如何判断一只股票为何上涨？2、如何从一个股票集合中选择出意中人？3、选择出中意的股票后如何建立一个组合以及如何对组合进行调整？

不同的投资者有不同的选股方式和目的，作者在本章阐述的是自己的选股理念和选股的探索过程，为读者提供思路和分析框架。需要注意的是，我在文中举了很多具体股票的例子，例子均存在时间背景，因此我都会注明分析的时间。因为基本面在发生变化，当时的分析仅作为学习参考，并不能作为当前的投资依据。

### 1、股价的驱动因素

对于选股来说，最重要的一个问题是要问股价为什么上涨？也就是驱动股价的因素是什么？其实这个问题并不难回答，只要买盘资金不断的大于卖盘资金，一个股票就会不断上涨。也就是股价是资金推动的。不过现在的问题又转换成了：什么在驱动资金去买一个股票？

资金也分很多种类，有些资金是盲目的，有些资金是“技术分析型”的，看到一些技术信号就会买入，这样的资金属于正反馈资金，并不是初始动力资金。对于初始动力资金买股票的目的，又可以分几种类型。一种是这个资金就是喜欢“操作”某个股票，和股票的基本面没有任何关系，这个资金希望的是在低位买进，然后在高位再卖出，卖给其他的资金，这样的资金就是市场上常说的所谓“庄”。这或许从股价本身和成交量走势能够分析出一些“庄”样资金的动向，但是仍然是难以分析的，你不知道那个资金的具体情况，并且如果这个股票也没有基本面支撑，这种参与纯粹变成了不对称的资金博弈，试图跟随这个资金在所谓的“低位”买进，而在这个资金卖出之前卖出，一般来说，对于与这个资金不相关的投资者是非常困难的。2001-2005年熊市证明了，试图通过操纵脱离基本面的股价来获利是极度危险的，中长期来看，这样的资金最后都难逃厄运。

一种是这个初始动力资金知道市场上其他资金所不知道的“基本面信息”，特别是重大的重组消息。而对于理性的投资者来说，重大的重组消息是脱离目前基本面的，因此是无法事前分析的，尽管由于中国的特殊情况，确实很多公司存在重组的可能，有些投资者也被称为发掘重组的天才。但我曾经试图尝试通过观察资金，以及试图寻找基本面的重组标准来总结一些重组股的规律，事后证明都是极其失败的（注：失败的意思不是收益率很糟糕，而是相对于我其他能力来说，差很多）。在很多情况下，即使知道一些朦胧的可能的重组信息，要想获得好的盈利也是非常困难的，更不要说重组本身进程就有很多不确定。

还有一种是初始动力的买盘资金看好这个股票的基本面向好的变化而买入，我认为这才是可以分析的，而在上述两种情况，投资者并不敢投入更多的资金，因为你很难去判断这个资金以及这个基本面的确切变化情况。

对于因为基本面向好而买入导致的上涨又分好几种情况，一种是基本面变化时间很短，初始动力资金买盘很快就会枯竭，因此股价上涨幅度过于有限；一种是基本面变化有持续性，这主要是和业绩持续向好挂钩，初始动力资金买盘会带来不断的后继资金买盘，只要有不断

的资金认同这个股票的基本面业绩的向好趋势。一种是基本面变化仅是一个预期，目前基本面很一般，但是初始动力资金认为未来基本面会变得很好，不过一旦后来证明这个基本面不达预期，股票就会下跌，因为后继动力资金没有了信心，一个很好的例子是《大钱》里面关于航空股的例子，当时很多机构非常看好航空股的复苏，认为来年业绩会暴涨，因为这个预期而不断买入航空股，股价因此而大涨，但是作者经过调研和详细测算发现，实际情况根本达不到市场预期，因此建议卖出，随后证明基本面确实如作者所分析，股价也因此而大跌。这方面国内的例子也非常多。很多股票的上涨是因为初始动力资金去某公司调研，被某公司所“激励”认为未来业绩会很好，然后买入使得股价上涨，但是最终发现，这个“激励”根本不靠谱，股价失去上涨的动力。读研究报告也会发现很多这样的问题，很多报告明显带有忽悠的性质。只要初始动力资金暂时相信，股价就存在上涨的动力，但随后基本面不达预期，股价也就丧失了动力。由于缺乏向好的证据，而仅是一个“向好的预期”，这种情况下，除非极为详细的调研研究去展望判断外，这个“预期”有资金博弈的成分在里面，而博弈是很难分析的——别看经济学有大量的博弈论模型。

能够排除博弈的情况有一种是基本面发生了变化的契机，比如董事长换人，公司业务发生重大变化，公司产品价格从多年平稳开始持续突然上涨等等，有了这些信号，对于判断预期会增加更多砝码和可信度。因此，对于目前业绩增长乏力的公司来说，投资者根本没有关注的必要，除非你阅读公告和报告发现其有变化的契机，或者通过每季度财务数据发现了确实开始变化。

一种是基本面变化已经成为趋势，初始动力资金发掘后买入，后继动力资金不断跟随，股价持续上涨，我认为这种情况是最容易研究的，上涨的逻辑性最强，也是我最喜欢的上涨类型。

因此，对于可分析的股票上涨，最终落实到的都是基本面，除非你能够掌握资金流动的详细信息，利用这个信息去博弈，不过这种情况就不是投资分析了，我更相信的是你有“背景”，能够直接掀开其他人的“底牌”。

## 2、股票的投资故事

最终股票价格上涨落实到基本面和对基本面的预期上。在对基本面的分析方法上，实业投资和股票投资在分析方法上有很多的相同，比如基本的财务和业务分析等，但是最根本的不同在于时空观的不同。投资一家公司或者企业首先强调的是分红收益，分红收益率越高越好，而投资股票首先需要判断的是企业未来现金流的贴现值。该股票的未来成长性越高，股票投资价值越大。因此成长和成长的加速度是资金购买股票永远不变的投资故事，而投资公司则不一定是。很多情况下，你根本不需要先去一个企业待上几个月深入搞清楚投资不安全。实际上，你投资股票首先需要的是学会听“故事”，所有的好故事都是“成长”故事。因此无论是你自己研究还是听别人（朋友或者分析师推荐），都要听出这个股票的成长故事是否具有吸引力，以及基于其现状是否可行。而象行业龙头故事啦，垄断优势故事啦，只要没有成长，都是白搭。

在《约翰·聂夫的成功投资》前言里聂夫讲述自己在储贷危机前后投资花旗银行的故事，他看好花旗银行是因为其有价值，从文中看其购买花旗银行股价平均成本在 33 元一股，后来花旗银行股价跌到个位数，主要是业绩持续亏损，很多人认为花旗银行会破产，但是聂夫不这么认为，巨亏中仍然耐心持有。经过好几年撇坏账，花旗银行最终盈利开始重新成长，股价持续上涨这才使得聂夫盈利。聂夫想表明的是要反向投资，要有坚持，要价值投资，但是我想说的是对于价值投资来说，买入低估的股票，指望其他资金跟随你接着发现被低估的价值，这有点博弈的成分在。而只有成长，特别是真实的成长不依赖于博弈和心理分析。最终花旗银行上涨也不是因为其有价值，而是其终于恢复成长了。而如果聂夫在 08 年年中因为反向和价值买入花旗银行的话（花旗银行还在 20 元以上），则两年以后花旗银行的股价还

不到 4 美元，只要花旗银行不破产，重新业绩开始成长，股价存在回去的可能，但是这个成长在两年之后还没有被观察到。这里想说的是，因为价值而买入，本质上要么是在博弈别人会跟随，要么是在预期未来公司会重新成长。所以价值不是构成股价上涨的充分必要条件，而成长才是。所以投资者就是要学会发掘或者学会听成长故事。

成长故事也有很多类型，不同的类型导致成长持续的力度和时间也不同。另外最后是初始动力资金去买这个“成长故事”，这个资金的强度也受到市场背景的影响，比如在牛市中，资金的增持强度就远高于熊市中资金的增持强度。传统意义上的业绩成长故事有很多，比如因为下游需求高增长带动企业业绩高速增长，这通过的方式可以是产能利用率大幅度提高，可以是产品价格大幅度上涨，也可以是产品销量大增等等。还有未来几年产品逐步升级，利润逐步增长的成长故事。还有公司因行业回暖而业绩增长的成长故事等等。还有很多更振奋的成长故事，比如一个公司发明出其他公司不能生产的市场潜力巨大的新产品带动股票业绩增长，比如股票被重组从丑小鸭变成白天鹅带动股票业绩超常规增长，比如一个公司产品进入新的市场带来业绩增长，或者进入新的领域带来业绩增长。而通过品牌+连锁模式的业务扩张可以带来股票业绩几何级数的增长，这种成长故事就是特别好听的。而没有行业门槛，谁都可以做的苦哈哈不盈利业务的股票属于没有成长故事的股票，这种股票就需要回避——除非有契机显示其基本面正在发生巨大变化。

成长的持续性和公司的竞争优势有关，成长的强度和需求的爆发性有关。没有竞争优势也可以成长，但是成长期较为短暂，这就是很多股票只是偶尔有所表现的原因，比如项目投产短期业绩有个成长。而只有竞争优势，没有成长也不行，这只能给予高估值，但是股价缺少向上的空间。我认为的好故事是“有核心竞争力的高成长故事”和“估值极低后通过某契机业绩重新恢复高增长的故事”。

因此，对于投资者来说，需要了解各种成长故事及其案例，并且能够判断那些成长故事的大小和真伪，毕竟股票市场就是听故事的场所，充斥着各种各样的真的假的成长故事，有的听起来很具有迷惑性，有的听起来就很虚，有的则比较实在，有的在投资者能力范围之内根本听不出真伪。你需要的能力就是去判断这些成长故事，当然要在多数人之前去“发现”一个成长故事则需要更高深的经验和能力。

首先是需要具备财务分析，业务分析，估值分析，生活常识的基本知识，因为需要用这些基本知识去论证其成长故事。但是这些基础知识要求能够非常熟练的使用，没有几年的艰苦磨练是很难熬出来的，

然后还需要进行阅读和案例研究，一方面从投资大师的方法和举例中去学习与领悟，另一方面还要将方法和基础知识去研究以往的各种案例，去体会各种类型的核心竞争力和成长模式，这样才能对未来新的机会出现做出判断，投资大师的基本方法都是很简单的，只有体悟到个人的哲学观里才能真的变成自己的，就我接触的经验来看，很多人掌握了基础知识，但缺少对各类型竞争力和模式的总结，这样的结果是分析了一大堆，却没有有效和有意义的投资结论；有些则学会很多模式，但只有不断熟练去套用才能掌握，可是由于缺少主动去结合历史案例去分析，最终并不能真正使用；更多的投资者是连基础知识都没有充分掌握，因为基础知识需要的是综合的素质，而太多人有偏科的毛病，偏科意味着分析角度的不够，这会为选股带来很大的风险。

判断成长的真假相对来说更容易一些，但是对于成长的强度和爆发力，则更困难，或许运气成分就重要得多。由于股票具有高度流动性和各种各样的“成长故事”，你在任何时候都可以做出各种选择（现实生活选择可没有如此之多），结果多数投资者总是面对选择而迷失，忘记了投资股票的本质。

### 3、真假故事的举例

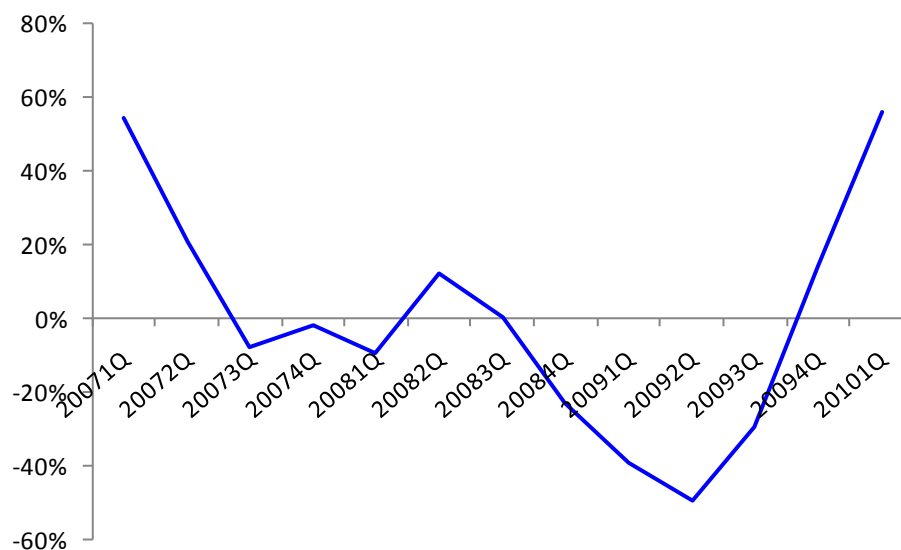
对于真假故事，有的难以判断，只有跟踪一段时间才能判断，有的则通过基本的财务业

务数据和常识就可以辨认出来。我经历过很多判断“故事”失败的例子。随便就可以找一大堆，在 2007 年年中的时候，我看海鸥卫浴的招股说明书，当时其提出口号是价值链扩张，比如出口制造企业从 OEM 到 ODM 再到 TMS 就是简单的价值链延伸。其发展目标是要成为全球最具竞争力的水龙头制造商，为全球前十大卫浴品牌提供全面的供应链解决方案，力争以“最短的供应链、最低的成本、最快的速度”帮助客户实现产品上市。这要求公司在产品模具的设计与制造能力上、物流综合服务上取得竞争优势。如果未来一段时间，公司在这方面取得优势，则可以成为投资者一个很好的投资选择。

我差点相信这个基于预期的价值链扩张的成长故事，经过仔细思考，我认为我忽视了两个重要的因素，第一是这个“故事”尽管有转移到中国的结构性利多，但卫浴产品行业具有周期性，且受到美国房地产市场景气的严重影响；第二是扩展价值链，或许表示单纯的数量化高速增长期已经过了，未来通过提高“质量”能够创造多大价值以及如何创造出来并不确定，因为现在仅是个预期（很多公司招股说明书都有这个预期，比如公司产品出口海外，招股说明书预期公司将大力扩展国内业务。而实际上，国内国外开展业务的模式根本不同）。因此需要关注其季度财务数据的变化，特别是收入和净利润增长数据对其“价值链扩展”故事的证明。

观察的结果是，2007 年第二季度主营收入同比增长开始从高增长区间下滑，到了第三季度主营收入开始负增长，因此可以判断短期由于产能没有释放，出口退税下调和人民币升值加快，美国次级债问题导致需求的放缓都对其中短期业绩购成了压力，而其“价值链扩展”的成长故事短期无法进行下去，收入下滑概率极大，2007 年 10 月份在三季报出来后应该果断卖出该股票（如果之前有的话），最终我认为即使没有 2008 年的大熊市，海鸥卫浴的股价也会出现较大幅度调整，因为故事没有基本面的成长支撑。

图 13.1：海鸥卫浴营业收入同比增长



有些成长故事通过前两年的数据总结来看貌似“有竞争优势的高成长”，但是不能持续外推。比如，我在 2006 年 5 月份认为，航天电器这个公司有受益于“军工行业国家正在补欠账”的成长故事，根据历史数据来看，也具备核心竞争力，但是很快出现的财务数据否決了我的判断。

刚开始认为军工行业未来每年 30% 的增长是没有问题的。并且公司管理层看起来非常进取，目标也雄心勃勃，计划 2006 年以后未来三年每年 30% 的增长，如果 2011 年销售收入达到 11 亿元的话，每年至少 40% 的增长。看起来成长好像很清晰，其主要的发展是未来依

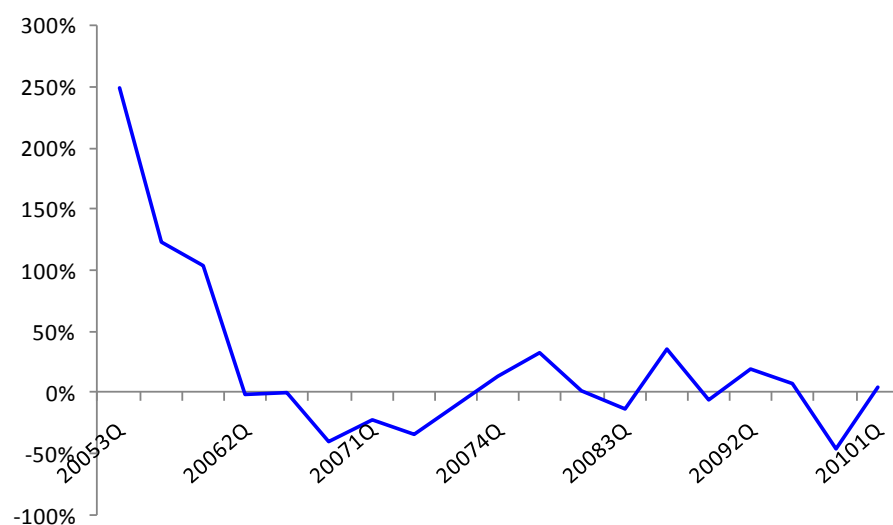
靠高端军品和民品两个轮子走路，并且还有收购的外延式增长，业绩会越来越好，我当时的结论是未来几年每年 30% 的稳定增长是没有问题的。

并且故事还可以说得更详细，在未来两个轮子走路上，公司未来形成跨地域生产布局，即遵义作为零部件生产基地及培训中心；贵阳作为军品生产基础地，主要为航天、航空、兵器、电子进行配套；上海包括两个控股子公司和一个分公司，主要是作为民品研发中心；苏州主要作为民品生产基地。

我还认为这个公司也具有核心竞争能力，主要体现在技术壁垒，市场壁垒等上，此外，过去两年的财务指标也能充分反映这个能力。在简单的认为军工行业是持续高增长行业外，剩下的考虑就是具体的增长方式，除了看民品和军品的发展方向外，就是看产能。当时的考察是公司 05 年良好的销售业绩是与其生产能力的不断扩张密切相关的。“根据对 05 年四个季度生产能力的初步统计，其平均月生产能力为 2750 万/月。第四季度的月平均生产能力最高已达到 3500 万/月。06 年生产能力的扩张主要取决于搬迁之后流程重组所带来的效率提高及设备添置所带来的产能提高。在搬迁之后，除添置人员设备之外，公司还将按照柔性化、半自动化、自动化标准进行生产流程重组，以大幅提高生产效率。公司搬迁后的近期目标是生产能力达到 4000-5000 万/月的标准。则 06 年月平均生产能力将比上年同期提高 30—40%。07 年公司生产能力还可以通过流程重组及设备添置以及新生产基地的竣工而得到扩张”。

实际上，这些都是构想，等到具体的财务数据，也就是 2006 年中报出来后，就可以断定，公司的成长可能触及天花板了。从 2006 年第二季度，航天电器连续六个季度净利润增速严重下滑。

图 13.2：航天电器单季度净利润同比增长



从其财务报告获得的解释是市场竞争激烈，军工行业订单减少，结果业绩下滑。可见，很多时候上市公司说的话并不值得相信，财务数据相对来说更真实——只要你具有财务分析和辨别财务造假的基本常识。

尽管从历史的财务数据认为其具有竞争力，并且通过技术壁垒还可以验证，但是为什么企业还说竞争激烈呢？现在看来，即使是具有技术壁垒，只要存在竞争，哪怕市场上只有一个竞争对手，其毛利率就一定会下降——除非市场需求增长迅速。

国内上市的很多企业都是制造业行业，分析小盘制造业的成长我原来认为在主产品成长期一定要持有，然后等到主产品成长期过后其产品会相对多元化扩张，那个时候只会获得稳定成长的收益。小盘制造业公司成长为大盘制造业公司一般比较困难，回顾美国这些企业的

成长历程，要么是其所处行业空间非常广阔，要么是其通过不断并购成长。通过航天电器的例子来看，关于制造业的认识还是不详细，线条比较粗糙。因为对于小盘制造业企业来说，即使处于主产品成长期，也必须深入分析其产能以及需求。随着航天电器 2006 年以后产能不断扩大，从产能瓶颈上其不会出现问题，我觉得这个故事真正的错误在于军工行业并不是我们所想的持续高速成长行业，其订单的随机性与波动性很大，周期性还是非常明显，因此需求并不稳定，产能上来了，需求下来了，其毛利率和利润有增长才怪。而其民品的拓展要到 08 年之后才有可能见效益。

现在来看，低端的或者柔性生产能力强的小盘制造业公司产能扩张比较容易，比如生产雨伞的就比生产精密机械的产能扩张迅速，但是这并非投资这些股票的理由。还是要在把握需求变化的大趋势背景下，分析其利润的可预测性。现在来看，军工的故事好讲，但是可预测性实在是差，毕竟这涉及军事机密，我们无法窥测。而其他制造业产品的需求持续时间和力度有多大，则需要对该制造行业有较深的理解，也并不容易。

多数投资者是通过读研究报告来选股投资，但很多情况下，研究报告都存在不少问题，看起来有一定经验的研究员现在写的很多研究报告也差强人意。读研究报告的时候，也会碰到很多不真实的成长故事。当然更差的报告都被排除掉，这些报告仅是基本数据的罗列，连故事（更不用说成长故事）都讲不出来。

对于现在看起来不存在竞争优势的公司，也会有很多研究报告推荐，推荐的理由可能是现在是乌鸡，但以后会变成凤凰，或者现在不行，未来会很好等等，这叫做乌鸡变凤凰的成长故事。因此，你要知道，目前既然这个公司确实不具有竞争优势，那么如何变成凤凰呢，未来如何变得很好，研究报告必须把这个很合理的描述清楚才行，并且出现的财务数据应该能够证明这个判断。但是多数情况下，研究报告都是对未来长期前景进行美好勾画，中短期的不利被忽略，最终长期前景能不能达到不重要，因为长期，大家都忘记了，只要短期能涨就好——只不过，这个短不是多数投资者能够把握的，这个短可能突然的结束。

我在 2007 年底看到一篇关于锦化氯碱（000818）的研究报告就是典型，阐述了一个假的“新业务高成长故事”。锦化氯碱主营业务不具有竞争优势，盈利也非常差。主营是烧碱和环氧丙烷，这两个产品都处于微利状态，研究报告的作者也认为其现有业务未来几年都很难盈利。但是不要紧，这个公司要增加新业务——由于与兵器工业集团合作开发 5 万吨 TDI，未来公司将以 TDI 产品构成利润核心。

TDI 的下游产品 MDI 需求增长很快（烟台万华就生产 MDI 产品）。研究报告作者认为下游的需求是长期的，因此 TDI 的价格长期看涨。而锦化氯碱的 TDI 技术采用的是德国巴斯夫工艺技术，产品更先进，甘肃银光采用的就是这个技术，因此多年来产品稳定运行，而沧州大化和蓝星清洗也生产 TDI，但是沧州大化发生重大爆炸事故，蓝星清洗装置运行经常不稳定。

报告预计 2007 年公司业绩只有每股 1 分钱，但是，假定该公司 2008 年业绩每股就高速增长到 6 毛钱，2009 年每股有 2 元钱，2010 年每股有 5 元钱以上，看起来成长速度惊人，给 2008 年 32 倍市盈率的话，2008 年的目标价格就有 19 元以上，因此值得大力推荐。而实际上，2008 年亏损 0.69 元，并且 09 年继续巨亏到每股 3.23 元，预测偏差过大。

表 13.1: 锦华氯碱的每股指标变化

	2009 年报	2009 中报	2008 年报	2008 中报	2007 年报
每股收益	-3.2389	-0.678	-0.6952	0.0416	0.0599
每股净资产	-0.3938	2.167	2.845	3.5845	3.543
每股经营现金流量净额	-1.1285	-0.279	0.0687	0.4905	0.538

事后的数据证明了这个故事的错误性，不过，仔细阅读的话，利用常识，看了报告就会发现一些明显的错误，第一个是锦化氯碱的 TDI 生产装置最快 2008 年下半年才可以完成，并且根据经验来看，一般都比计划来得慢，并且试生产出合格产品也需要不少时间，因此你会很担心 2008 公司 TDI 产品是否象该报告所说的能够生产出 1 万吨产品，因此 2008 年每股 0.6 元的业绩就值得怀疑。

第二个是，该报告盈利预测存在明显的不合理之处，比如 2008 年销售收入 28 亿，净利润 2 个亿，2009 年销售收入 36 亿，净利润 6.8 亿，2010 年销售收入 54 亿，净利润 18 亿。从行业上来看，烟台万华的竞争优势要强很多，但是经过这么多年的发展 06 年烟台万华的净利润才 8.2 亿。并且净利润与销售收入的比稳定在 17% 左右，但是上述预测中锦化氯碱 08 年的销售利润率为 7.14%，09 年为 18.8%，2010 年为 33.33%。这并不合理。

第三个是 TDI 的价格假定，该报告假定未来 TDI 价格 08 年 6 万 / 吨，09 年 7 万 / 吨，2010 年 8 万 / 吨。需求当下看起来没有问题，但是未来两年包括锦化氯碱在内，有大量生产线投产，这将大大增加市场供给，我担心报告基于目前的供求关系线性外插来预测未来价格并不合理。

看完研究报告和现实数据去验证，很快就得出结论：公司质地极其一般，对未来的改变也过于乐观，这是相当一类研究报告的通病，并且存在明显看得出的错误。事后证明，该股票持续下跌，2010 年 4 月 21 日开始停牌，破产重整了。

还可以举出不少例子，比如 2009 年 2 月份阅读研究报告发现有研究员大力推荐路翔股份，看好其基建拉动的业绩暴涨故事。认为 09 年业绩增长 500% 多。业绩大幅增长的原因主要是基建投资中公路建设的需求拉动公司业务量增长 100%。同时毛利率受益于产品提价从 08 年的 11% 上升到 18% 以上。实际上，这两个数据按照稍微审慎的逻辑去推理都是站不住脚的。

公司主营改性沥青，90% 应用于公路建设。08 年交通固定资产投资 8000 亿，根据交通部的表示，09-10 年交通固定资产投资规模是 1 万亿，粗略算其中的公路建设投资增长 25% ((10000-8000)/8000)。同时，由于改性沥青对普通沥青的替代，改性沥青的消费从 99 年到 05 年，复合增速是 38% (这里要考虑到期间的高等级公路的大规模修建)。即使不考虑高等级公路建设高峰期是否已过，乐观假设，09 年的改性沥青需求增长也只有  $1.25 \times 1.38 = 1.725$ ，70% 的增长。100% 的收入增长依据是在公司产能大幅增长 (从 08 年的 204 万吨到 09 年的 380 万吨) 下，假设公司的产能利用率还达到近几年的最高水平 05 年的 6.97%。而我们在表中看到，05 年到 06 年产能大幅扩张后，公司的产能利用率是从 6.97% 下降到 4.33%。

表 13.2: 路翔股份 (002192) 业务量预测

单位: 万吨

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
年产能	126.14	137.90	204.98	204.98	204.98	380.18	482.38
年产量	6.92	9.41	8.87	12.17	12.73	26.50	33.62
年产量增速	——	35.98%	-5.74%	37.20%	4.60%	108.17%	26.87%
产能利用率	5.49%	6.97%	4.33%	5.94%	6.21%	6.97%	6.97%

预测假设 09 年毛利率有 20%，主要的依据是改性沥青和原材料重交沥青的价格正从底部反弹。可是，即使在价格差达到峰值的 06-07 年，毛利率水平也只有 18%。不要忘了，公司 09 年的产能有大幅的扩张，推荐中没有提及改性沥青的其他供应商是否有产能扩张的计划。常识告诉我们利润率的扩大对没有技术门槛的产品来说，必然意味着供给的增加。所以将 09-10 年毛利率假设超过了近年的峰值水平，是非常不审慎的。

图 13.3: 重交沥青与改性沥青月度价差 单位: 元/吨



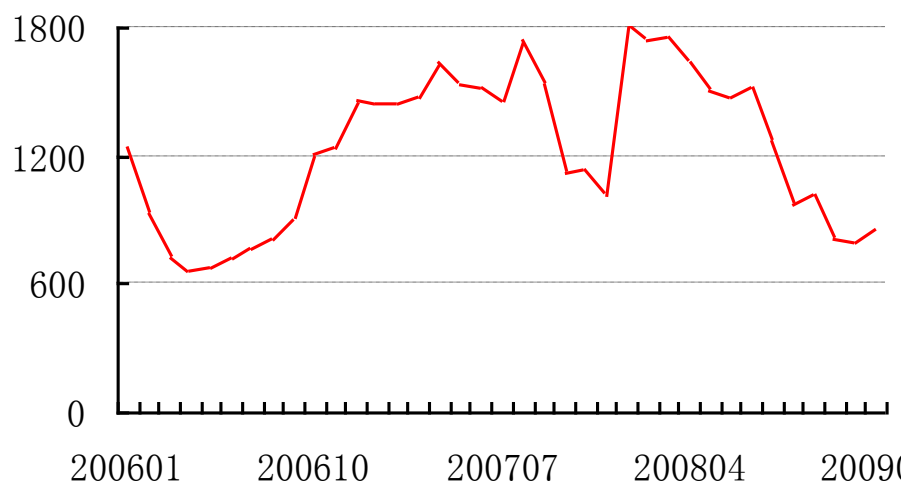


表 13.3: 路翔股份（002192）量价及毛利率预测 单位：万吨、元/吨、%

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
年产量	6.92	9.41	8.87	12.17	12.73	26.50	33.62
年产量增速	——	35.98%	-5.74%	37.20%	4.60%	108.17%	26.87%
改性沥青销售	2630	3229	4248	3988	4838	4350	4611
价格涨幅	——	22.78%	31.56%	-6.12%	21.31%	-10.08%	5.99%
毛利率	14.41%	17.26%	18.55%	18.29%	11.18%	20.83%	21.38%

有意思的是，尽管这篇报告的业绩预测事后证明全是错误的，2009 年业绩根本没有“大幅度”增长，但是并没有妨碍该股票从推荐时候的 10 元钱，在一年后上涨至少一倍。不过，我觉得并不是因为报告推荐的成长故事，更可能是因为 2009 年下半年公司收购某“锂矿”，开辟新能源“第二主业”而受到的追捧，就成了预期进入有巨大盈利潜力的新业务的成长故事。如果这个新能源业务未来不能贡献利润（我觉得可能性很大），股价仍然会跌回去。我没有办法事先获得其“收购锂矿”的信息，因此，这样的机会被错过半点也不可惜。

假的成长故事不一定就不会涨，因为短期如果一个股票买盘远大于卖盘也会出现急剧上涨，这个上涨反而加强了投资者对这个成长故事的可信度。面对这种情况，即使能够判断其真伪，看着股价大幅上涨，心里也不好受。伪成长故事的迷人与可怕之处在于有的时候它涨的还非常疯狂。我这里举一个经典的香港股市的例子。有一只股票 0959 奥玛仕，在 2 个月时间，大约从 2004 年 11 月初的 4 分钱涨到 12 月底最高 4.1 元钱，涨幅有 100 倍。

这个股票上涨当时既有宏观“成长”背景，既有惊人的“微观”成长故事。当时宏观背景是澳门政府重新发放博彩牌照，市场普遍预期博彩行业将迎来一个新的春天。而奥玛仕原有业务是电子制造业务，毛利率低，缺少技术含量，几乎连年亏损，因此股价在 4 分钱一股也是合理的。不过它在 2004 年年底所讲的故事是希腊神话的故事。

大概内容如下：希腊神话为私人公司，2004 年 9 月在澳门成立，在 2004 年 12 月 23 日开业前（从事博彩和娱乐事业）并无重大业务。据说要在澳门新世界酒店开设“最大之一”的赌场。希腊神话的主体建筑工程分两阶段进行，首阶段已于过 2004 年前完工，设有逾 200 张赌桌，总建筑面积达 16 万平方。第二期工程预期在 2005 年上半年完成，届时赌场总建筑面积将达 30 万平方，希腊神话还计划在赌场内经营配套业务，例如餐厅、歌厅及儿童乐园，同时会继续扩展博彩及娱乐业务。

于是，业内人士就开始以澳门另一赌场金沙的收入去估计希腊神话的（金沙可是非常有



名的赌场，属于美式赌场，是从美国拉斯维加斯到澳门的外来客，在美国上市，因为经营有术，业绩相当好）。金沙每张赌桌的月入约 200 万元，希腊神话“现有” 228 张赌桌，假设收入与金沙一样，则每月收入便高达 4.56 亿元，一年收入便高达 54.7 亿元，扣除税项及其它开支，一年盈利估计可达 21.9 亿元。而未来希腊神话还会再增加赌桌至 500 张，并且七年后将赌桌数目加至 1000 张。这简直是坐地捧上金饭碗呀。

而 2004 年 9 月该公司公布的股数只有 20 亿股。就是每股 2 元钱，总市值不过 40 亿。据奥玛仕及希腊神话初步订定的收购协议，奥玛仕将以 12.8 亿元购入希腊神话 13.8% 股权（后来购入总共 49.8% 的股权）。每年收益有近 10 个亿，股票只有 4 倍市盈率。那么这个股票在每股 2 元钱都是低估的，赌博股 20—30 倍市盈率是合理的，那么股价应该是 10—15 元钱，这还没有考虑赌场的成长性，这个成长性来自于赌桌数量的增加和其他附加的娱乐项目。并且市场传说其希腊神话的大老板满腹大计，说要进军拉斯韦加斯，说要将公司变身为另一家拉斯韦加斯金沙，说将来要在 NASDAQ 上市。当时市场还传说希腊神话开业每日平均到访人次接近 2 万，并已成为澳门必到景点，估计收入即使及不上金沙，也相距不远。

这应该是一个大牛股呀。可是从股价来看，从 2004 年底以后，该股票的股价从最高 4.1 元持续下跌，一直到 2006 年年底股价最低达到 6 分钱，基本上是从哪里来跌回哪里去，中间少有反弹。而公司则不断稀释股份，到 08 年年初公司已经有 112 亿股，市值也就是 20 多亿。

从基本面上来看，希腊神话的每桌月收入远远低于市场预计的 200 万，而公司宣称人工成本大幅上涨等等因素。2006 年净资产主要来自希腊神话的认购溢价，大约比净资产高出 17.88 亿元，因此需要至少摊销 10 年。希腊神话 2006 年净利润 4.2 亿元，远低于投资者预期，该公司占有 49% 的权益，可以获得 2 亿元的净利润，但是考虑到摊销后，基本没有盈利。而 07 年半年度公司从希腊神话获得的有效投资收益为 6747 万元，摊销 6237 万元，基本上是略微盈利。如果考虑到成长性，07 年上半年业绩反而还在倒退。比起金沙赌场每年 36 亿港币的净利润那是差得很远。至少 10 年以内，还看不到该公司成长故事的落实。如果投资者在 5 分钱的时候相信买入则可以获得巨大利润（只要不做电梯的话），否则在其他价位买入长期来看都是巨大亏损。

对于多数投资者选择股票，最好的方式是选择自己可以想清楚的行业中的股票，挣自己知识范围内的收益。比如，我不会赌博，也没有去过澳门和拉斯维加斯，更不知道其产业和价值链的构成，不了解该行业的竞争状况，而希腊神话只是 2004 年年底刚开业的一个赌场，其竞争优势和定位并没有显示其独特之处——我只是通过常识这么认为，因此不碰也罢。只有莫名的贪婪才容易陷入虚假成长故事的“梦网”，而股价的大幅上涨总让人贪婪和相信这个成长故事的真实性，谁都知道没有真实业绩的跟上，任何成长故事都很难持续讲下去。希腊神话最后也就是一个神话。

从这点来看，股票市场也是一个“风险”地带。如果你一旦信错了故事，亏损会是巨大的，特别是在牛市中，各种各样的成长故事会超乎投资者想象的速度被泡制出来，投资者很容易丧失判断力（挣钱太容易了，谁都会麻痹）。

2007 年年底，牛市顶峰的时候，我就听过这样的故事——定价权神话故事，就是尽管国内的普通制造企业在很多领域现在都没有定价权，但是不要紧，因为随着国内企业互相降价争夺市场份额，最终，全球主要的市场份额全部会被国内企业获得，因为目前中国劳动力成本低，然后国内企业继续降价厮杀，最后只有几个最大的国内企业统治某一产品，获得相对垄断，这样残酷的厮杀就会结束，剩者为王，大家和解可以共谋提高价格，最终这几家“垄断型”企业就可以获得很高的利润和成长性，因此也就非常值得投资。这样的故事叫做：中国几家企业夺取全球定价权的成长故事。

并且在牛市有资金，因此预期就形成了：尽管这些企业现在看起来还没有夺得定价权，

但是迟早会这样，因此现在就可以把股票炒得高高的。

这里的假定是只要几家企业夺取了市场最大多数的份额，然后提价，盈利就滚滚而来。可是，我研究了上百年的商业竞争史，也没有找到这个成长模式可以成功的案例。首先，单纯从市场份额来说，最大的企业并不一定是盈利强的企业。美国的投资机构研究了 3000 多家上市公司，70% 拥有最大市场份额的企业并非是行业内最有盈利能力的企业，并且，即使在高度集中的行业或者资本密集型行业里，占有最大市场份额的企业也基本上就是与行业平均盈利一致，并没有展现出其作为领导者的威风。

另外占据了市场最高份额但是并没有获得投资者满意的收益增长的案例也多如牛毛。我这里找了几个经典的案例：

比如，美国泛太平洋铁路公司和其他几个铁路大亨 20 世纪初垄断了美国铁路经营权，但是他们没有办法提价，结果是平均每英里的运费率不断降低，大亨们盈利惨淡。

比如，美国制罐公司曾经打败了众多对手，拥有了美国金属器皿 80% 的市场份额，然后它希望借助其基本垄断的市场份额来控制行业价格。可是当它将价格上涨 25% 的时候，迅速就丢掉了 30% 的市场份额，它认为自己的控制力度不够，于是继续不断收购竞争对手，可是每次价格都很快回到没有提价前的薄利水平，而不断的收购导致其债务开始堆积如山，盈利持续下滑。

比如，洛克菲勒曾经控制的标准石油公司在 1897 年也是垄断美国石油业，但是其仍然无法操纵美国的石油价格，直到最后该公司解体。

最夸张的是 19 世纪 90 年代的时候，美国炼糖公司通过竞争获胜拥有了落基山脉以 100% 的市场份额，即便是现在的比尔盖茨也没有获得如此大的相对市场权力。并且糖属于美国家庭必备品，美国经济当时也非常繁荣，市场需求持续增长。按理说它有决定价格的能力——我也是这样认为。它提高了价格，但是，低价糖纷纷从加利福尼亚涌入落基山脉以东市场，结果，不到两年时间，糖价跌倒了比美国炼糖公司提价前的价格还要低。美国炼糖试图收购所有的美国竞争对手，雄心勃勃的要垄断全美国市场，结果是负债累累（业绩也很糟糕），但是只要其一提高糖价，糖迅速从世界各地涌向美国。

这个定价权神话故事在当时就可以被否决，当时香港上市的一家国内原料药企业股票价格出现大跌，主要是因为，尽管这家企业把国内竞争对手都打败了，占据了全球某种原料药的主要市场份额，就是不盈利，在 07 年觉得终于熬成婆婆能够提价了——因为国内没有对手和它竞争。但是印度的几家企业见到产品提价，马上复工生产，并且定价比这家企业的价格要低一些，该企业只好继续降价，把价格战打下去。于是投资者终于明白了，这家原材料药企业根本靠不住。

问题就是出在，随着经济越来越全球化，企业希望通过激烈拼杀垄断一个产品，然后再提价获得暴利根本不切实际。你面临的疆界越大，你的垄断力越不值一提。并且全球化也令供给能力更大，消费者也越来越挑剔——客户的权力开始超出生产者的权力。特别是在大宗商品领域，比如普通打火机、普通雨伞、普通汽车、煤炭、铝、电脑、水杯等这些大宗制造业，采取垄断后提价模式是一种失败的发展策略。并且即使一家公司垄断了市场，不主动提价，而是根据市场供求定价，它的业绩也是随着市场需求的波动而波动，这不是成长公司，而是成为一家周期性的公司。周期性的公司也有阶段性周期向上的成长，但是你需要对这个行业的周期很了解才行，对于大多数投资者能够精通三五个行业的周期就已经不错了。

#### **4、业务模式：产业链与价值链分析**

假如你到一个陌生的市场去投资，比如美国市场，如果你比较理性，我估计你不会听消息，因为这样的风险太大了，陌生的市场对于陌生的投资者也很难获得消息。

如果你因为一个股票价格便宜（比如 1 分钱一股），你就买，因为你觉得股票价格不会再跌了，那么你的想法就错了，我见过一分钱一股的股票大幅下跌，那就是公司宣布缩股，

100 股变成 1 股，结果你买的 100 股变成了 1 股，现在一股的价格是一元，然后股价继续下跌，结果重新跌回一分钱。

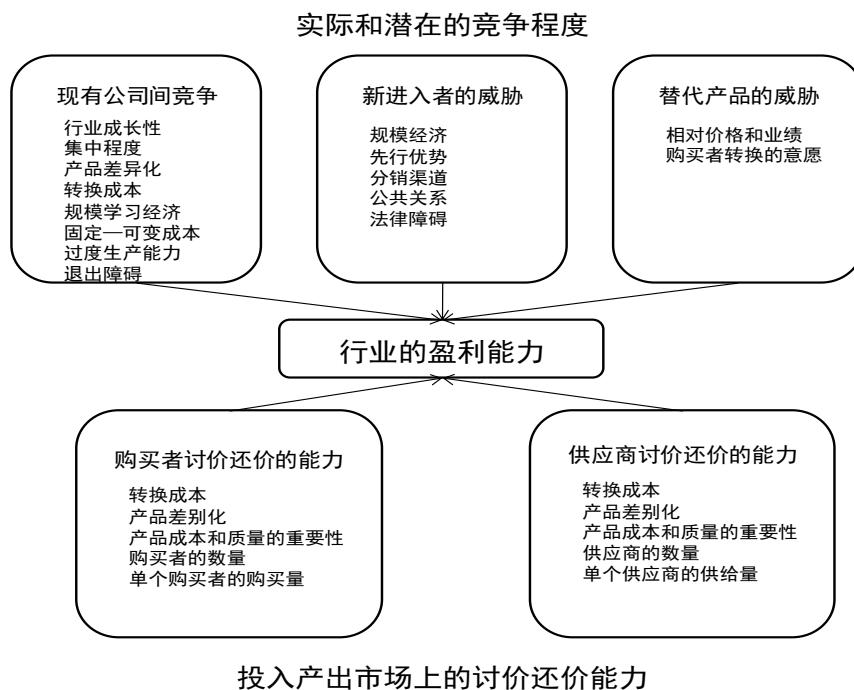
在这种情况下，你可能会变成一个交易狂人，不关心基本面，但是纯粹看技术也不行，如果你因为一个股票技术好、形态不错就买入，但是股票市盈率超过 100 倍，结果第二天公司会停牌，宣布增发 100 亿股，然后第二天就流通，结果股票价格大幅下跌，你出现巨大亏损，然后割肉。可是呢？当股票价格跌到 10 倍市盈率的时候，上市公司宣布回购 100 亿股——这可不是黑天鹅那样少见的风险。

我觉得对于多数人来说，投资陌生市场会非常谨慎，因为不愿意犯错误，你会尽量珍惜“击打次数”。可是对于 A 股市场，因为大家都认为自己很了解，所以就不自然的放松起来，分析上和击打次数上就极不谨慎，这个不谨慎可是会致命的，不是投资者的生命，而是投资生命。所以投资者要时刻提醒自己，假如一生只有一次买卖机会，你是否还会赌在那虚无缥缈的概念和整天迷乱纷杂的消息上；假如一生只有一次买卖机会，你是否还会赌在某某股评大师和某某股神的身上；假如一生只有一次买卖机会，你会选择什么样的股票？假如一生只有一次买卖机会，那时你会不会真正思考股票投资的真谛？

投资陌生市场，最终投资者只能依赖于踏踏实实的基本面综合分析，我认为在一个陌生的市场中，对于一个股票的合理研究过程是：你肯定先是仔细去研究他的业务模式，也就是在分析其产业链和价值链的基础上，分析企业如何盈利（因此，没能力盈利的，或者未来也看不到盈利的，你肯定不碰）；然后去研究这个公司是不是具有竞争优势，也就是通过各种分析，发现企业的独特之处（因此，不独特的你也不会碰）；然后你还会总结和论证其成长故事（没有成长，没有契机成长，真是连预期成长都没有的，也会被淘汰）；最后你必须方方面面去考虑，要求安全边际，尽最大可能防范风险。只有这样，你才敢投资。就是选出股票来后，还要建立组合进行组合管理。——这也就是我的选股思路。

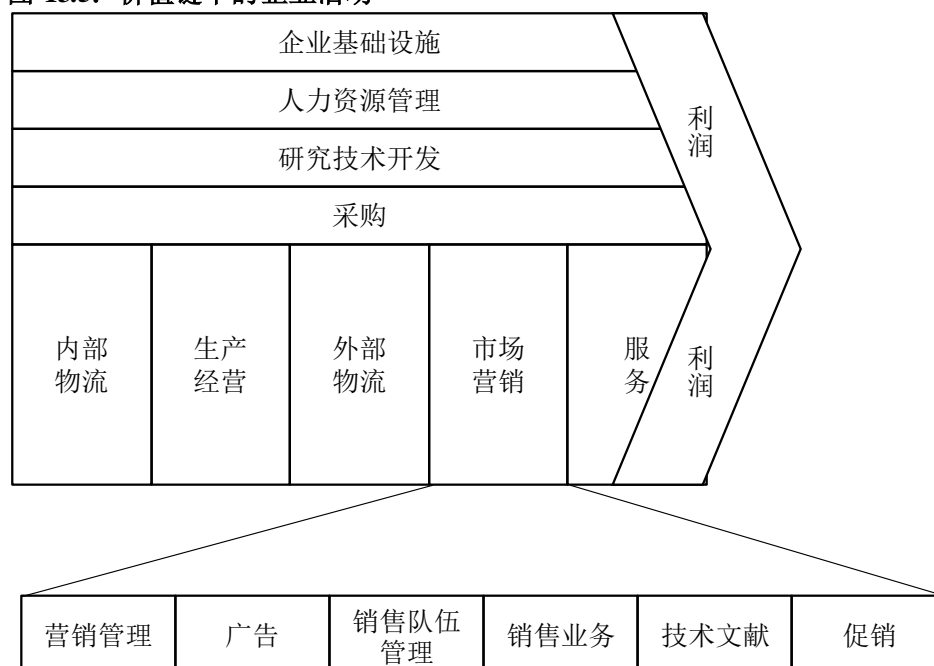
因此对于选股的第一步来说，业务模式，包括产业链和价值链的基础分析是至关重要的，这是要把握一个公司的基本特性。产业链分析就是需要了解两个问题，第一个是产业长期盈利能力及其影响因素所决定的产业吸引力与产业结构，第二个是决定产业内企业相对竞争地位的因素。产业的盈利能力取决于产业结构，不同的产业有不同的结构，萧条产业中可能多数企业无法盈利，而有吸引力的产业中一般的企业也可以获利。有五种作用力影响产业结构，因此产业吸引力和竞争地位是动态变化的。

**图 13.4：产业分析的五力模型**



还要通过价值链分析来发现企业在经营过程中哪个环节是创造利润的核心部位。企业的经营过程有很多环节，有个环节是最关键创利因素。这个环节需要找出来。

**图 13.5：价值链中的企业活动**



通过一个案例就可以理解企业业务模式的重要性。上世纪 50 年代初美国商业复印市场上有两种成熟的复印技术，都有不足。卡尔森发明了一项当时是令人惊奇的静电复印新技术，就是我们现在办公室常用的那种。他和后来的施乐公司总裁根据这个技术研制出了静电复印机。不过他们发现虽然新技术的可变成本（配件成本、耗材成本等）比先前先进，但是生产成本高达 2000 美元，而当时市场上的老复印机售价只有 300 美元。他们首先希望寻找强有

力的提供制造和营销服务合作伙伴，比如柯达、IBM、GE 等，但是这三家公司都认为这个技术成本太高，没有商业价值，因此回绝了合作邀请。但是施乐公司没有放弃，当时复印厂家采取的销售模式是复印机设备按照成本加成定价，价格不贵，但是配件和耗材单独收费，来获得高额利润，那时平均每台复印机每天复印只有 15—20 张。

威尔森他们设计了一个全新的商业模式，以提供租赁服务的方式把新复印机推向市场，消费者只需每月支付 95 美元，就可以租到一台新复印机，如果每月复印张数小于 2000 张，则不收其他费用，超过以后每张收 4 美分。令人难以置信的事情发生了，新复印机复印质量很好和速度很高，并且这种方式使得企业应用的整体成本大幅下降，新复印机迅速流行开来，很多办公室一天的复印张数就超过了 2000 张。随后十几年里，这种租赁模式使公司收入增长率一直保持在 41%，ROE 一直超过 20%。到了 1972 年，原来一个销售收入只有 3000 万的小公司成为年收入超过 25 亿美元的商业巨头。施乐公司通过增加租赁手段重新设计了行业的业务模式，对客户来说，体现了资产的使用价值重于资产的拥有价值，降低客户对先进技术高价格的畏惧，还可以锁定客户。这导致其获得了巨大的利益。在这点上，分析技术本身好像没有分析业务模式重要。

另外一个国内的例子，有一个生产中式服装的小企业，原来定位于中式特色高档服装，因此为了保持它的这个形象，企业采取了对经销商卖不出去的货物可以全部收回的策略。很多人会认为这风险很大，但是站在一个希望树立高端品牌的企业来说，也并无不可，想想也对，如果经销商卖不出去的服装打折处理会使这个服装品牌形象严重受损。由于企业在高档产品的设计上很有特点，因此企业一直稳定发展。但是 2002 年亚太经合组织开会在上海举行，各国领导人都穿中式服装合影，使得中式服装迅速流行。很多人认为这是中式服装爆发的机会呀，但是却是这个企业的毒药。原因是这样的，既然中式服装大量流行，这个企业的经销商要大量提货，公司加班生产了很多各式中式服装。但是中式服装流行风潮很难持续，很快就不再流行了，不负责任的经销商积压了大量存货，现在要求退货。对于服装企业来说，现金往往是有问题的，因此这个企业资金马上非常紧张，险些破产。后来因为机遇才逐渐恢复过来。其实，既然定位于高端，维护品牌，那么就不应该去追逐流行，这破坏了原来的业务模式，险些使企业出现危机。

一个行业通过将产业链和价值链组合调整可以找到不同的业务模式，但必须承认的是某些行业的业务模式就是比另外的行业要好，这可以解释为什么比尔盖茨是世界首富，因为这也是软件的商业模式决定的。WINDOWS 系统软件开发成本是固定的，但是每多卖一套软件，其成本对微软来说接近于 0，卖得的收入基本上全是利润，今天全球有 6 亿人有电脑，哪怕中间只有 1 亿人用正版软件，这也是非常大的收入。使用普通电脑的消费者基本上都使用微软公司的系统软件，转换成其他公司的客户成本非常高。而农业就不具有这个特色，假如种一亩地能够赚 10 元，如果希望获得 1000 元，就必须种 100 亩地。因为每亩地需要的资源投入和劳动投入是一样的，边际成本是个常数（而微软的边际成本几乎为 0），这就缺少规模效应，不要说不如软件公司，就是跟制造业企业来说也差很多，原因是通过机械化生产，制造业企业可以利用规模效应生产来减少单位产品的制造成本，比如丰田汽车。

其实有些行业的边际成本非常低，比如投资管理行业的基金管理公司也是这样，管理 1 个亿资金和管理 10 个亿的投入差不多，不需要增加额外的投入。另外还比如，对于普通消费品行业，品牌加连锁的扩张模式肯定就比贴牌加低端制造的企业发展动力强，持续时间长。

很多行业看起来做的业务不一样，但是从业务模式（也就是赚钱方法）差不多，比如我到山东调研时发现很多不同行业的企业都在做同样的事情：从日本或者德国买套机器，然后从巴西或者澳洲买进原材料，利用中国低廉的劳动力和生产成本加工，最后再出口到美国。企业缺少技术，纯粹是赚取辛苦的血汗钱。而有些看起来业务模式高度一致的行业，你却可以发现特立独行的企业。

很多企业的发展更多是依赖产业链的扩张,可事实是投资一个产业链扩张的企业只是因为错过投资一个主业高速增长企业的次优选择。因为扩张产业链本身说明其主业的高速增长期已经过去。并且产业链的扩张可能存在重大风险,比如京东方曾经要打造的 TFT-LCD 产业链。实际上,该产业属于技术和资本密集行业,技术进步迅速,并且每个生产线的建设投资高达几十亿美元。在这种产业环境下,即使实力雄厚的厂商也会采取联合投资的方式来合作分散风险。因此,京东方的发展战略本身就存在问题,而在技术制造领域,企业强调专注是必须的,你看科技行业的中小板企业都是专注某一领域的小龙头,而试图打通产业链并不是可行的策略。因此不要被有些企业宣讲的“通过扩张其产业链带来高增长”的野心计划所迷惑。

而相比产业链扩张,价值链的重塑更值得投资者关注。可以举一个卡迪亚公司的例子。美国医疗产品批发行业是夕阳产业,企业从上游医药厂商那里买进各种药品和器械,然后卖给医院和药店以赚取差价。行业进入门槛低,行业利润因为竞争变得很薄(比国内的批发企业如国药、上海医药和一致药业还要薄)。而在产业价值链中,上游的医药厂商和下游的医院都是技术和知识密集型企业,在价值链中处于强势地位,夹在中间的医疗产品批发企业两头受压,只能惨淡经营。然而在这样的行业里,仍然出现了一家成长之星——卡迪亚公司。1991—2001 的 10 年间年平均增长率超过 40%。其关键就是不断提升自己在价值链中的地位。

卡迪亚的策略是不单纯做简单的倒手批发,而是围绕上下游客户需求提供解决方案。在需求创新的基础上,卡迪亚着眼于整个价值链质量的提升,将自己由单纯的批发商变成了全行业的服务商。为产业链各个环节提供前所未有的服务,并由此创造了一个全新的市场。

比如为上游的医药厂商提供高度专业化的配方、检测、生产、包装等服务,使厂商能够集中精力于药品研发和推广的核心过程;比如它为医院提供专业的物流管理服务,帮助医院更好的降低了成本和提升了效率;比如他为医院提供特殊的医疗手术用品的成套定制服务,不仅省却了医护人员挑选、运送手术用品的过程,而且大大降低了客户的存货和仓储费用;比如为医院开发自动取药系统,实现全程自动化无缝对接,彻底消除了人工配药的差错;比如为医院开发液态废药处置系统,使废药能够安全而便利的进行处置;比如为药店提供收入核算系统,能够自动完成第三方和药店之间的结算流程,并且每天更新药品报价和各类数据,有效的解决了药店长期存在的现金流转难题等。

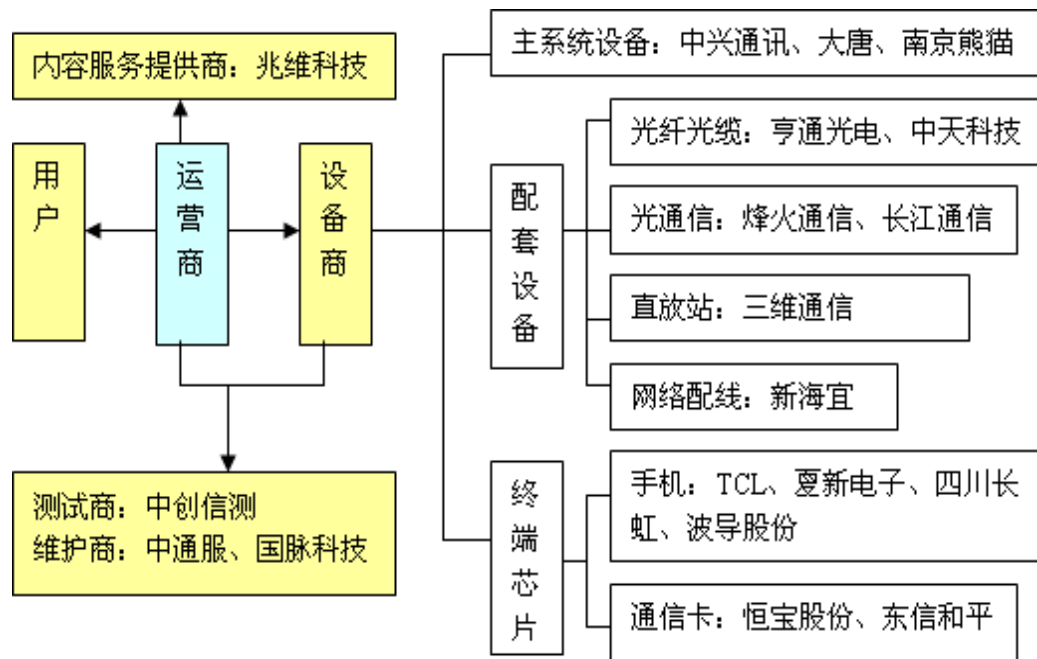
结果,卡迪亚令人惊异的改变了自己在产业链中的弱势地位,通过着眼与整个价值链的需求创新,悉心的为上下游各个环节提供服务、创造价值。卡迪亚不仅获得了惊人的成长速度,而且使其成了整个产业链不可或缺的“链主”。价值链整合的核心逻辑是以整合创造价值,主要体现在企业以排他性优势占据产业价值链的核心环节,从而获取企业独特的价值回报。一般来说,价值链的核心环节在于三个方面,一个是核心技术、全球专利、产业标准等;一个是全球性品牌、设计、营销等;一个是广义的供应链管理与综合服务。

不过任何业务模式现状和重塑的判断都需要业务可行性和财务实证性去检验。在研究一个具体股票的时候,不仅需要研究这个股票的业务,还需要理清这个股票在产业链和价值链所处的位置。平时应该去积累,尽量去了解各个行业的产业链和股票。

比如,我曾经简单研究过电信产业链(大概在 2007 年 6 月份)。电信产业在任何国家都是一个大产业,并且这个产业因为技术的变化在不断发展,其产业链以及价值链也在不断发生变化。在国内,电信的产业链主要包括运营商(传统运营商、业务提供商、内容提供商),设备制造商(系统设备制造商、终端设备制造商、测试设备制造商、光纤光缆制造商)、芯片设计与制造商,各类软件开发商。从电信产业链中可以看出,处于核心地位的是:设备制造→运营商→用户。

**图 13.6: 国内电信行业产业链**





运营商作为产业链上的中间环节，对上购买设备商的设备进行建网投资，对下为手机用户提供网络服务，起到承上启下的作用。电信运营商包括中国移动、中国联通、中国电信等。在传统的 2G 时代，中国移动占据电信运营的主要份额，因此中国移动股价涨幅最大，盈利能力最强。3G 推出后，未来电信运营商之间的格局尚难以判断，一般来说，我对这些家伙们都不太喜欢，不过很有可能的是中国移动的地位会下降，而中国电信的地位上升。我认为关注电信运营的特征的变化更重要，在 2G 时代，电信运营业务主要是语音业务，产业链简单，其增长模式是单纯依靠用户数的增加来扩大收入。而未来这个模式不能长久地持续下去。在 3G 时代，其业务除了语音业务外，数据和多媒体业务将更差异化和复杂化。因此未来其增长模式更多是新业务来吸引客户深度消费。

在这个情况下，内容与业务服务提供商和测试以及维护商的投资机会更大。对于内容提供商来说，比如上市公司有东方明珠推出的手机电视等，随着未来 3G 的发展，这应该是一个逐渐新兴的投资机会。对于业务提供商，特别是增值业务提供商（比如，新太科技、兆维科技、亿阳信通等）来说，竞争则非常激烈，主要是因为客户的需求是不断变化的（这个变化更为迅速），增值业务有点像项目型公司，也就是说，公司发现一个可以满足客户需求的好项目，收入迅速增长，其他公司逐渐跟进，然后消费者审美疲劳，增长逐渐下降。然后又需要寻找下一个好的项目。目前来看，除非一个公司具有很强的市场判断能力与技术开发能力，并且还非常幸运，否则很难具有长期发展潜力，因此我们现在还需要等待这样的企业出现。

不过，测试商和维护商则不一样，测试市场的竞争结构非常好，只有国内巨人中创信测和其他一些国际公司竞争，但是现实的问题是中创新测的管理和治理并不出色，因此业绩很难释放出来。

电信维护服务业未来发展更迅速，主要是国内电信运营商采用多厂商设备，设备商本地化服务能力差，而国际设备商在保修期后服务费用较高，因此独立的第三方专业服务提供商在 3G 催化作用下受益最大。而维护市场的龙头企业是中国通讯服务，管理一般，但是市场份额大，和运营商关系好，未来几年应该会有所表现（该公司香港上市）。另外一个成长性不错的企业是国脉科技，其体制非常好，规模不大，上市后获得进一步发展的能力，目前在福建省业务做的很好，未来几年通过异地扩张就可以获得超常规的发展。

测试、维护和业务提供商都是轻资产的服务类企业，属于长期可以跟踪的类型。而设备

制造商则主要是受到电信运营商采购的需求拉动，周期性特征更为明显。

设备制造商分为三个类型，一个是芯片和终端制造，一个是配套设备制造，一个是系统设备制造。每个类型具有不同的竞争优势。从芯片和终端制造来看，芯片未来应该会有发展，比如通讯卡上市公司东信和平和恒宝股份（恒宝股份还有银行卡业务，这个业务的发展和竞争力更有吸引力），但是现在还难以评估谁最值得投资。而终端主要是手机，未来的手机至少应该是智能化的，并且和时尚联系密切，在这点上，国内的手机生产商并不具有优势。

对于配套设备制造商来看，又包括光纤光缆，光通讯，网络配线，直放站等子行业。目前来看，还尚难找到这些子行业企业具有的强竞争优势，等到 3G 推出后，只能理解为它们的需求会增大，业绩增长会受益（我们假定龙头企业会更受益）。对于光纤光缆行业，龙头是亨通光电，并且看好其掌握的光纤预制棒技术。随着更多技术类企业在中小板的上市，在配套设备制造领域，投资者会有更多的选择标的。

系统设备制造是最能受益于电信设备更新和发展的行业。目前国内上市公司并不多，中兴通讯目前来看是当之无愧的龙头企业，考虑到需求的拉动，以及中兴通讯这些年表现出来的竞争力，它肯定是电信设备行业里必须配置的投资品种，而投资大唐电信则主要考虑的是是否具有资产注入概念，现在这还很难评估。

我还做过很多其他产业链研究，比如航空产业。在 07 年大牛市的时候，航空股上涨很多倍，一时间，市场纷纷叫喧航空股是高速成长股，并且有多种概念于一身，好似杨贵妃一样“多种宠爱于一身”。比如人民币升值收益概念，消费升级概念，并购概念，奥运概念，等等。很多投资者是这样预期和分析的：航空股未来几年运力增加小于载客量增加，油价稳定，由于消费升级导致客座率逐渐提升，人民币升值导致其汇兑收益大增，因此航空股未来几年业绩暴发性增长，因此属于买入就不要卖出了的股票。

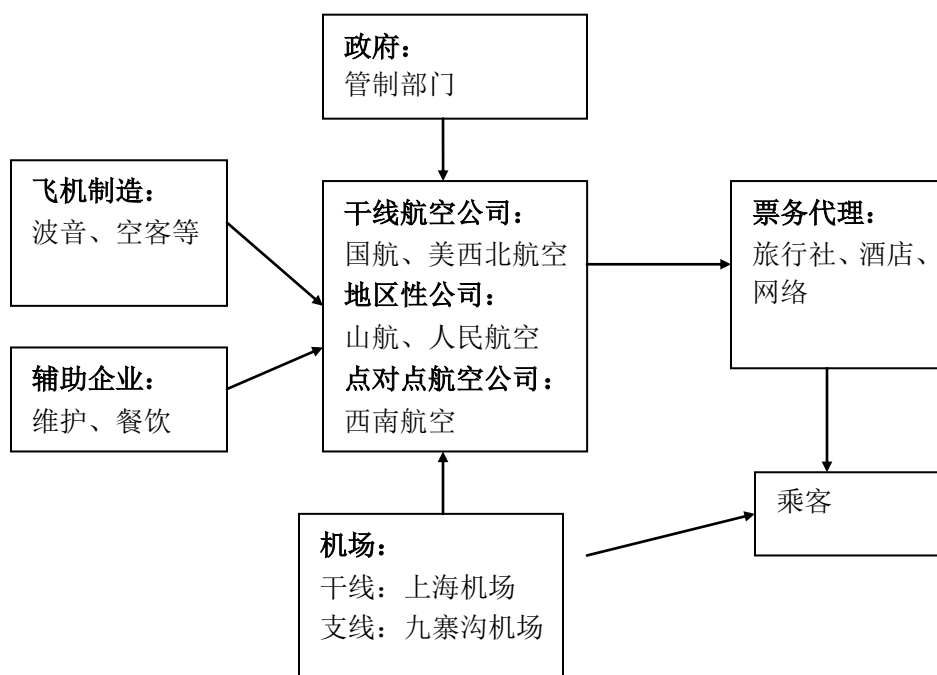
我看到的数据和股票价格表现并不一致。举一个很简单的例子，东方航空 1996 年的净利润是三个亿，1998 年就变成了亏损 8 个亿，2000 年盈利两千万，2002 年盈利 1.2 个亿，2003 年因为 SARS 大幅度亏损 8 个亿。2004、2005 年盈利后，2006 年又大幅度亏损。也就是说，东方航空从 1996 年以来，截止到 2006 年年报，其 11 年以来的净利润总和是亏损 24.74 亿元人民币！其他航空公司整体盈利状况也好不到哪里去——而这 11 年是中国经济的高速发展期，也是中国航空业的高速发展期。东方航空业绩很难具有预测性，波动性也极大，最高盈利有 6 个亿，最低可以亏损二十多亿。

并且航空公司业绩受到的影响因素众多，单纯用客座率提升和毛利率来预测航空公司业绩并不适合，还受到各种外部突发因素甚至政策风险。

那是不是，外国的航空公司业绩就好呢？按照巴菲特的说法，自从莱特兄弟发明飞机以来，尽管投入了数不清的资金，整个航空业对于投资者的回报却低于零。

长期数据可以看出很多东西。在美国政府管制航空业的 1950—1970 年间（可以理解为几大航空公司相互之间的竞争是有序的），当时四大干线航空公司一直保持 70% 以上的市场份额。由于航空公司的运力增加远远超过乘客增加，航空公司业务非常红火，但是很难盈利。后来，卡特总统任命经济学家卡恩开始推行解除管制的政策，航空业又迎来新的黄金时代。1980 到 2000 年，美国航空业旅客人数和平均载客率都上升很快。但是这 20 年的黄金时代，有 9 年是全行业亏损，并且这 20 年航空业的净利润总和还不如微软一个公司 2 年的净利润总和。同样，利润波动难以预测，并且波动巨大，92 年全行业的经营利润率最低，为负的 6%，1999 年的经营利润率最高，为 9%，20 年的波动具有周期性，但是很难找到规律。无论是干线还是支线航空公司，无论是大型还是低成本航空公司，绝大多数都难以长期持续盈利。

图 13.7：航空业产业链



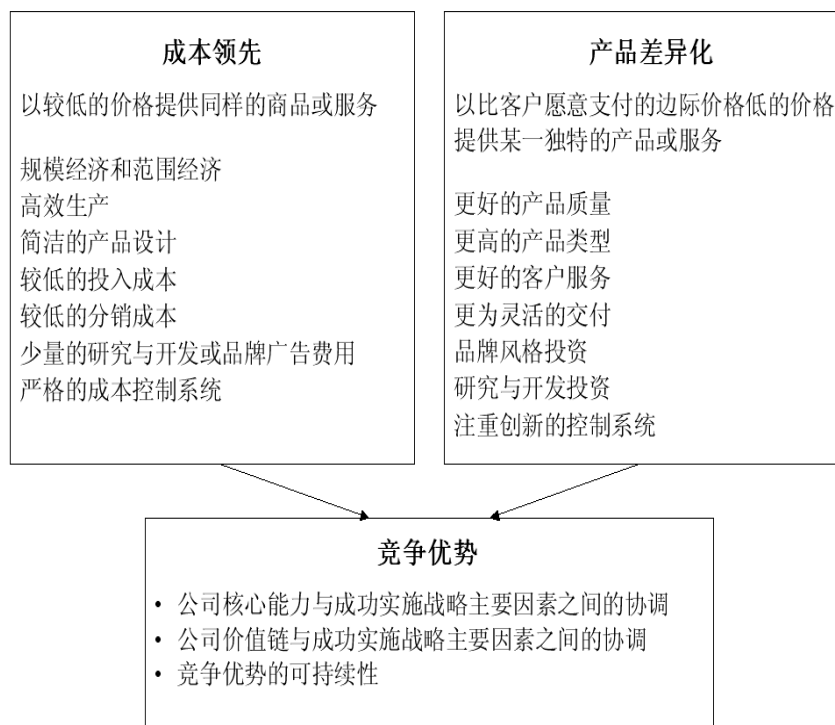
上图是整个航空业的产业链，产业链的核心是航空公司，但是价值链的核心并不是，乘客最受益于航空业的发展，飞机制造、票务公司、配套公司、机场都从中获得了巨大的收益。

而机场股，比如上海机场，从业绩上来看，上海机场 1996 年的业绩是 3 个亿，2006 年的业绩是 15 个亿，并且业绩增长比较稳定，平均每年增长 30%，股价也是从 1998 年上市以来上涨了很多倍，而东方航空从 1998 年上市以来，股价表现并不稳定，几乎没有什么长期收益。那么为什么投资者还在买航空股？我猜想可以是因为航空股的投机性吧（来源其周期性更难预测与模糊），航空股的魅力在于：在大牛市中，其股价的波动可以从 2 元钱迅速被炒作到 20 元，然后讲未来几年航空股仍然处于高度景气状态，并且高速成长的故事。但是从数据来看，至少在 2007 年 10 月份给我讲这个故事的时候，我半点都不相信。

## 5、竞争优势分析

最早系统研究企业竞争优势的是迈克尔·波特，他认为通过低成本策略、差异化策略或者目标集中策略，企业可以获得可持续性的核心竞争优势。

图 13.8: 波特的竞争优势划分



并不是每个公司都有竞争优势，做投资首先就要能够辨认出两类上市公司：过度竞争业务的企业（平庸的企业），拥有竞争优势的企业（独特的企业）。过度竞争业务的企业是经营非常平庸，利润没有保障的企业。股市中只有少数企业拥有竞争优势，这些企业的利润率较有保障，容许企业利用丰厚的溢利再扩充业务，巩固市场地位，改善经济效益，防范投资风险。

竞争优势的概念对投资者分析股票来讲至关重要，竞争优势是一家公司保持优异业绩的特征。分析一家公司的竞争优势，可以遵循以下步骤：

#### 1、回顾历史评估竞争优势：几个重要的选股指标

寻找线索首先要从历史来看，如果一个企业过去这些指标表现很好，未来表现好的可能比以前表现很差的企业概率要高。一个简单的评估方法可以作为参考。

净利润率考察公司的盈利能力。净利润 / 销售收入告诉你每元的销售收入产生多少利润。一般而言，公司净利润率在 15% 以上说明它的经营活动是良好的。

净资产收益率是净利润除以所有者权益后得到的百分比，它可用来度量股东在企业投资每一元产生的利润。凭经验可知，如果公司能够持续不断地显示有高于 15% 的净资产收益率，通常表明股东的投资正在产生稳定的回报，这意味着这些公司很可能有竞争优势。

资产收益率是净利润 / 公司全部资产后得到的百分比，它用来度量企业资产转化成利润的效率。6%—7% 可作为一个粗略的基准——如果一个企业的资产收益率能够持续超过这个比率，说明它可能有相对同行业的竞争优势。

当考察这些指标时，要使用尽量多年的数据。拥有出色数据的公司，比那些数据不稳定的公司更有可能具有竞争优势。可以想一想，如果一个公司的净资产收益率很低，比如低于全行业的平均水平，看不到改善的契机，我们完全有理由认为，这样的企业很难说为股东创造了价值，也很难说有竞争优势。我曾经用这些指标来分析中国的上市企业，总体上，平庸的企业大概超过 80% 以上。这些企业多数是要么利润波动频繁，难以预计，要么是当行业好转时，表现差强人意，但是当行业不好时，表现非常差。还有部分净资产收益率指标一般，

但是价值严重高估的公司。这些公司唯一的投资机会就是投机（资金博弈）。也许你可以从这 80% 中选出大黑马（确实出现了很多黑马），但是我的经验是，这太难。对于多数投资者从剩余的 20% 选择更值得投资的企业，即使在所谓的熊市，获利也不菲。

一个企业的好坏就是其是否能够利用竞争优势为股东创造价值，这在任何国家皆是这样，美国的企业是这样，中国的企业也是这样。

## 2、竞争优势的来源

“指标”只能初步告诉我们某些企业目前可能存在竞争优势（不能保证未来会有），接下来我们需要明白的是，为什么会那样，企业的竞争优势来自何处。尽管处在一个有吸引力的行业对企业会有帮助，但是赶超对手标准的战略也很重要，有许多优秀的企业就根植于不引人注意的行业里。当你寻找企业竞争优势的来源时，关键是要不停地问“为什么”。为什么竞争者不能夺走它的消费者？为什么竞争者不能对类似的产品或服务给出一个更低的价格？为什么消费者能接受每年的价格上涨？

如果可能，还要从消费者角度看一下：企业的产品和服务给消费者带来了什么价值？它是怎样帮助企业更好地经营自己生意的？为什么消费者会用一个企业的产品或服务？如果你能回答这些问题，你就有机会发现这家公司竞争优势的来源。一般而言，一家企业要建立足够的竞争优势有五种途径。

### （1）通过出众的技术或特色创造真实的产品差异化

这是最显而易见的竞争优势，消费者应该为更好的产品和服务支付更多。不过，简单地拥有更好的技术和更多的特色并不是一个可以持久的战略，因为总有竞争者也想做得更好。另外，拥有更好的产品和服务通常意味着公司可以要一个溢价，但这也限制它们的潜在市场——很多消费者对品质略低一等的产品，只要价格足够低，也是能够接受的。

更重要的是，企业要增加特色或改进产品，就要始终保持领先竞争对手一步，其实这是相当困难的，这也是为什么很少有企业能够长期采用这种战略获得超额利润的原因。尤其是在技术密集的电子行业——今天最新最好的服务器、存贮系统或者 DVD 播放机的供应商，很可能不是明天的领导者（比如前几年索尼很风光，这几年可能三星会很风光）。最后，持续的创新通常需要大量研发费用的投入，这些资本的投入使得产品差异化战略花费甚巨。

尽管企业通过保持领先一步的技术偶尔会获得巨额的超额利润和巨额的股票收益，但这些利润通常是比较短的。除非你足够熟悉行业内部的工作方式，知道何时一家公司的产品正要被更好的挤掉，否则你应提防领先独立创新保持竞争优势的公司。拥有这样竞争优势的企业更多是具有中期的投资机会。

### （2）通过一个信任的品牌或声誉创造可感知的产品差异化

通常情况下，一家能持续不断提供好产品和服务的公司可以创造自己的品牌，拥有一个品牌的奇妙之处是消费者一旦接受了你的产品或服务，就会长期使用下去，并且会认为它比其他公司的产品和服务好，不管这种差别是否真的存在，他都会感到有些细小的差别。从这个角度来思考品牌和声誉——消费者是否宁愿多花钱从一家公司购买产品或服务来替代另一家公司的产品或服务——有助于把有价值的品牌从低劣的品牌中分别出来。实际上，品牌本身不是最重要的，品牌在一些行业是没有用的。当你正在评估一个品牌是否真正创造了竞争优势时，单纯考察消费者是否信任了这个品牌或对这个品牌有没有感情是不够的。重要的是怎样使用这个品牌创造出超额的利润。要看这个品牌能为公司赚多少钱，因为要维持一个强势品牌通常需要大量的广告费。因此，除非这个品牌事实上增加了消费者主动消费的意愿，并且那些投入的资本确实转化成了持续稳定的资本回报，否则这个品牌可能不像你想象的那么值钱。

也就是说，单纯具有品牌不等于竞争优势。那么品牌到底是什么呢？什么样的品牌才具有竞争优势呢？首先要理解品牌价值的来源。

品牌是一种资产，和其他资产一样，它们会产生收益。但是这要求最初创立品牌的投资和后面维持品牌形象的持续开支。在这方面，它们就像是不动产、厂房和设备一样，最初需要现金建造和购买，之后每年都需要资金来弥补折旧。品牌创造的价值等于创立与维护它的成本与它所带来的收益之间的差额。在没有竞争优势的市场中（比如汽车行业），品牌之间的竞争很难创造超额收益，而超额收益是竞争优势的来源。

实际上，大多数品牌产品都没有在市场中站稳脚跟，因此也没有哪一个新品牌一定就会获成功的，所以投资者也不要简单的认为一家企业原来是贴牌生产，现在要开发自有品牌就一定能够成功，股票也一定持续大涨。只有非常少数公司的品牌，比如可口可乐、万宝路、吉列等品牌促进了企业的竞争优势，但是更多即使是为投资者广泛熟悉的品牌实际上并没有给投资者带来超额回报，比如麦当劳、本田、联邦快递……等等这些国际知名的品牌，更不要说刚刚起步的国内品牌行业了。

品牌只有在导致客户忠诚的前提下才会产生竞争优势，而如果这种忠诚度与生产中蕴含的规模经济相结合，则会产生更为强大的效果。投资者特别需要将品牌价值和经济价值区分开来。品牌价值是客户愿意为特定品牌的产品支付的价格升水，而经济价值是品牌帮助创造的超额投资回报率。比如，可口可乐是世界上最具有价值的品牌，这并不是它的产品可以向消费者索取更多的价格升水——也就是其他可乐一瓶卖 2 元，它不可能一瓶买 1000 元。可口可乐做不到这一点。并且没有人愿意花更多钱来显示自己拥有可口可乐就会具有特别尊贵的身份（这是品牌价值范畴）。

尽管有钱人可能会在阿玛尼服装、奔驰轿车或者芝华士酒上花更多钱。但是芝华士这个品牌尽管看起来比可口可乐更高贵，但是其为投资者创造的经济价值却基本可以忽略（这点可以从净资产收益率等各种指标上来观察到）。而可口可乐为投资者带来了巨大的经济价值。

那么可口可乐品牌的价值来自于何方呢？主要来自两点，一个是可乐饮用者在很大程度上有着固定的消费习惯。在外就餐时，消费者经常会根据所点的菜肴选择不通过国家不同地区的啤酒，但是可乐饮用者则会在可能的情况下坚持选择可口可乐或者百事可乐。而像微软这样的品牌则也是靠习惯和转换成本，消费者习惯使用微软的系统软件后，即使有新开发的更好的系统软件，消费者也不愿意转换。

很多投资者特别喜欢购买时尚品牌，因此认为拥有这个品牌的公司也值得长期投资。实际上，时尚商品市场的品牌绩效可远不如可乐市场（或者中国的高端白酒市场）。尽管时尚商品市场的品牌因素非常重要，它们同时也是这些市场中对新奇性追求的牺牲品。时尚商品的客户在本质上就是新奇性的追求者，而品牌本身也很难产生消费习惯和客户忠诚。比如高档时尚女装品牌之间的市场份额变化就非常大。而即使在食品行业中，消费习惯或者客户忠诚直接与购买频率相关。那些每天需要购买食品其市场份额的稳定性要高于快餐连锁店，而後者的市场份额稳定性又要比常规餐馆稳定。品牌形象在所有的食品部门都很重要，但是只有在频繁购买建立了牢固的消费习惯并培育出客户忠诚之后，品牌才会创造出竞争优势。

可口可乐品牌形成的第二个竞争优势在于规模经济。可口可乐公司在分销以及广告方面具有这种优势，因为这两个业务领域的固定成本相对可变成本都很大，这就意味着如果有个可乐公司比如非常可乐，要想在行业内生存下去就必须获得较大的可乐市场份额。但是客户忠诚度因素使得上面的条件几乎很难实现。因此只要可口可乐处理好与百事可乐之间的关系，它根本就不需要担心会被那些试图以低价策略取胜的新可乐公司抢走市场份额。

还有投资者会问，即使是那些享有竞争优势的企业，如果将品牌拓展到自己现有产品之外的市场上，会不会取得成功？我认为只有品牌扩张的收益要远远高于拓展新品牌的成本才可能产生竞争优势，而这并不容易。比如在某个行业有很强的品牌，在另外的行业也使用这个品牌，一般来说，如果这个行业并不存在进入壁垒，那么新市场的竞争性质会降低整个企业的收入或者利润率，如果可口可乐进军饼干行业，推出“可口饼干”品牌，估计喝可乐的



消费者未必就一定认可这个品牌，而在新行业可口可乐很难在短期形成自己的品牌优势但是投入却巨大。

只有在同一行业的近似业务中，这种品牌复制才有可能获得成功，比如微软将其系统从家用电脑拓展到服务器或者智能手机的系统上，但是如果微软将其系统拓展到游戏机系统上，从目前情况来看，也确实并没有成功。

如果某品牌公司在另外一个领域使用新品牌，则更难获得超额收益。不过现在西方的公司中出现了专门经营品牌的公司，将品牌的内涵和经济价值充分挖掘，这样的公司值得投资，比如维珍集团。但是国内的企业由于在经营管理品牌上的经验还远远不够，因此目前国内很难找到品牌经营企业。中国目前的市场上，除了几个历史形成的品牌，比如茅台等具有很强的品牌认知度，而多数品牌还并没有通过客户忠诚或者规模经济等形成自己的竞争优势，所以因为一家公司具有品牌就盲目买入希望获得超额收益是没有道理的。因此在目前国情背景下，品牌和其他因素结合起来，比如连锁模式，才可以获得更高的成长。

对差异化的总结：看了很多案例和书籍，我感觉在竞争越来越激烈的情况下，多数公司会选择差异化来获得竞争优势。比如在《阿尔法狗》一书里介绍的美国小企业，基本都采取差异化策略。这是因为美国企业很难在成本上与其他各国企业竞争，这些年他们更多采用差异化的竞争策略。利用差异化选股非常容易，因为有个性，存在差异化的企业并不多。国内的企业目前更多是在行业层面的盈利模式存在差异化，而对企业层面的差异化还远远不够。我的调研发现，国内的很多企业的企业精神（口号）都没有太多差异化，我去一家企业发现他的企业精神是“建设和谐企业，树立科学发展”，去另外一家企业居然也是这样的精神。

差异化的经营方式每个产业都有，我原来认为钢铁行业的产品都比较类似，因此投资钢铁行业就是分析投资周期，在周期低点买入钢铁股。但是，钢铁企业也可以差异化，尽管也就存在一个案例，这个案例是美国的纽科钢铁公司，即使处于周期性行业，股票价格在 10 年也可以成长 10 倍。在纽科公司，管理模式与其他钢铁厂就不一样。没有高管餐厅，所有员工在一起吃饭，停车场没有豪华小汽车，当地的飞机场也没有公司的专用飞机（这在美国大企业是很常见的）。在纽科公司没有特权，雇员不属于工会，但是待遇要比其他同行好很多，他们分享利润，并且不能无故被解雇，雇员的孩子上大学能够得到公司的奖学金。纽科公司还发明了把废钢铁加工成建筑等级钢材的技术，后来又掌握了新的薄板浇筑技术，这种高级钢板可用于制造汽车车身。

竞争激烈的纺织行业也有差异化的企业，在《阿尔法狗》一书中讲述的一家美国袜子工厂是如何通过差异化获得竞争优势的。越是普通的行业，越要进行差异化，比如星巴克，比如在《阿尔法狗》里面讲述的蛋糕店，自行车店等等。

一个能够创造和保持经营差异化的企业，如果其产品价格溢价超过了它为产品的独特性而附加的额外差异化的成本，它就可以成为其产业盈利水平高于平均的佼佼者。因此，一个厂商必须一直探索能够导致价格溢价的差异化经营方式。比如连锁家电零售企业相对于普通单店家电零售企业来说就是行业层面的差异化策略。

最利害的差异化是“精神层面”，现在美国很多优秀的企业都会采取这个差异化来参与全球竞争，而国内的企业还远远没有意识到或者做到。现在的消费者并非机器人，他们不是简单的购买产品，同时也在选择一种观念和态度，当面临不断增加和日益多样化的选择时，消费者的倾向购买就变得更加受制于信仰，此时的购买动机产生于品牌的卓越性的信仰和本能，而消费者不会在稀薄的空气中寻找这种信仰。当今的市场是关于创造能够围绕产品形成一种氛围，并付诸品牌。而这个品牌能够让消费者感知到其价值具有差异化的非物质内涵而愿意购买。

美国哈雷太子摩托车就是一个非常好的例子，其最终产品变成了哈雷品牌的一部分。上世纪 60 年代美国经济繁荣，但是美国国内的摩托车企业很难受益，因为日本的轻型摩托车

冲击了美国市场，哈雷的市场份额和利润都在严重下降。80 年代，哈雷获得重生，很快在重型摩托车领域取得了无敌的地位。它的成功复兴在于创造了差异化的管理理念和管理模式，创立了摩托车俱乐部，安排集会以及一些特殊的活动，通过互动、恰当的宣传等多种方式，把哈雷摩托车塑造成了“自由精神”的象征。而本田的俱乐部成立后很快就瓦解，因为产品毫无特色，除了成本低质量不错外，本田摩托缺乏灵魂和核心，在哈雷成功的进行精神差异化后，摩托产品只是成了这种品牌和精神的一部分，它后来还塑造了一个多样化的商品组合，如服装，特许经营权（哈雷咖啡屋）等。很多摩托车爱好者买哈雷摩托车和品牌的附属产品，很多不开摩托的年轻人也穿着哈雷的摩托短裤享受着“自由”的快感，这些附属产品给公司巨大的盈利。

差异化的核心在于给企业、产品或者服务增加独特性，并且这种独特性难以让竞争对手模仿，而消费者也愿意为这个差异化付出额外的价格。简单的差异化很容易，但是做到精神层面就需要很高的技巧。企业要用价值信号不断冲击消费者的价值观。比如企业可以通过改变包装使得在柜台陈列时候更显眼，可以短时间提高销售收入，但是这种差异化很难持续，其他企业也会模仿。另外，通过不断打广告的宣传也很难形成持久的差异化。

差异化本身也存在很多风险，比如过分差异化，无独特价值的差异化，成本高昂的差异化，过于关注产品本身而忽视其他方面等。一个例子是，其他厂商生产的电视机开机时间需要 3 秒钟，而你花费很大技术和价钱提高到需要 2 秒钟，但我认为客户很难为这种差异化支付额外的溢价。

因此，在选股的时候，要看看这个企业与其他企业相比有什么特色，如果两分钟内难以令人信服的说明这个企业的特色，那么你需要寻找下一家企业研究。需要强调的是采取差异化注定很难成为超级巨人，仅是小巨人，并且差异化的竞争优势难以长期持续。

### （3）降低成本并以更低的价格提供相似的产品和服务

能以较低的成本提供类似的产品和服务可能是一个非常强大的竞争优势来源。特别是在产品和服务是很难区分的制造业中，低成本策略尤其起作用，这也是中国产品占领充斥世界的主要原因。

而在非日用品市场，只要成本优势是持续的而不是临时的，较低的成本也会带来较大的优势。然而，这还不足以评判一家公司的利润率以及这样的公司是否比其他竞争者的成本低，因为你还需要鉴别降低这些成本的各种各样的原因。通常，企业要么通过投资一个比较好的工序，要么达到比较大的规模来建立成本优势。特别要指出的是，在制造业，无论企业要树立品牌还是实行差异化，低成本都是必须的。

### （4）通过创造高的转换成本锁定消费者

成本优势、品牌和更好的产品表面上看相对容易，但是要想准确搞清楚是什么阻止了消费者改用其他公司的产品还是很难的。这就是为什么消费者转换成本高常常意味着公司具有了较强的竞争优势。

如果你能使消费者从消费你的产品转换到消费竞争者产品上去的过程变得很困难——无论是因为金钱还是时间因素——你就能从消费者身上赚取更多的钱。理论上是这样，也很简单，但实践起来并不容易。

转换成本不一定是指金钱。经常的情况是，降低消费者对竞争者产品和服务需要的兴趣依靠的是时间。学习使用一个新产品和服务需要大量时间的投入，这种时间上的投入意味着投资者转换到竞争产品上要受到很大损失。消费者换一个方便面的品牌很容易，但如果是财务软件转换起来就没那么简单了。你购买了用友的软件，很可能不会转移到金蝶上。

当你正寻找高的消费者转换成本的竞争优势时，需要搞清下面这些问题：

这家厂商的产品需要大量的客户培训吗？如果需要，消费者愿意勉强转换并且承受在培训期间导致的生产力损失吗？

这家厂商的产品和服务是否紧紧和客户的生意结合在一起？厂商不更换关键产品的供应商，往往是因为转换费用会远远超出新产品和服务带来的利益。

这家厂商的产品和服务是一个行业的标准吗？消费者可能从他们的客户或同行那里感到有压力推动自己连续使用一个众所周知和受人重视的产品和服务。

转换取得的利益是否小于相关的转换成本？例如，银行的消费者常常忍耐高的费用，因为虽然他们到竞争银行开户费用可能较低，但他们转移帐户可能会很麻烦。

厂商是否倾向于与客户签订长期合约？这经常是客户不想频繁更换供应商的信号。

#### (5) 通过建立高进入壁垒把竞争者阻挡在外面

把竞争者阻挡在外面最明显的方法就是取得某些特许的专营权，就像很多娱乐博彩业从政府取得专营权一样。许可证和其他类似的许可对竞争对手有强大的威慑力，但是因为规则由政府制定，政府也可以在不警告的情况下修改规则。

专利权属于特许经营权的类别。因为在一段特定的时期内，法律保护专利权的所有者免于受到直接的竞争。像一些医药企业或者高科技企业的专利可以使它们在一段时期内获得很高的毛利。

不管怎样，虽然专利权和特许经营权在牵制竞争者、保持高利润方面可以起到很大作用，但它们的作用往往也是短暂的。如果你投资一家公司，它的竞争优势只是依赖单一的专利或者某项特许经营，你不要忘记仔细调查这家公司意外失去特许经营权的可能性。

一个更持久的把竞争者阻挡在外面的策略是利用网络效应。强大的网络变得越来越比用户的增长更有价值，比如有线电视网络，拥有保护竞争地位的网络的公司常常有很强的竞争优势。

如果不存在进入壁垒，那么很多企业你都不需要考虑，毕竟，在一个无数企业正在寻找投资机会的世界里，缺少保护的行业的投资回报率必然会被压低到非常低的水平，比如缺少技术含量的普通化工企业，投资它们的机会在于把握周期性，而我们多数投资者并不具有这个能力分析一个你根本不了解的、缺少进入壁垒的行业的周期特点。并且，如果一个企业周期拐点到来，企业获得很好的利润，但是由于没有壁垒，无数企业都会注意到该高利润率，而蜂拥进入这个行业，最终需求被逐渐平摊，结果固定成本被分摊到更少的产品上，单位成本上升，价格下降，周期向下的拐点又来了。

因此，如果没有进入壁垒的保护，企业唯一能做的事情是尽可能的高效率运转，但是我建议投资者对于这样的企业仍然是宁可放弃，毕竟如果你有把握发现更有进入壁垒的企业的话，还为什么投资于一个可能周期拐点（如果你认为只有 10% 的把握确信）到来的缺少壁垒的企业呢？

存在进入壁垒意味着在位的企业能够做到潜在竞争者不能做到的事情。而能够做到竞争者不能做到的事情，这就是核心竞争力的定义，而不是一个企业比竞争对手运作一个企业更有效率。

比如在汽车行业，即使是奔驰公司也没有树立进入壁垒，投资者可能会觉得奔驰具有品牌，因此有核心竞争力，但是实际上从评估核心竞争力的各种指标来看，奔驰公司并不具有。这超乎大家想象，我想主要是因为谁都可以进入高端轿车市场，比如宝马，捷豹，讴歌，无限等等。因此奔驰公司成为周期性公司，全球经济好的时候，世界各国的新富翁们开始购买豪华车（他们还会不计成本的购买艺术品等），而全球经济向下的时候，购买奢侈品的欲望自然会减少。

随着地域的扩大，进入壁垒会越来越小。比如，沃尔玛现在是国内消费者也经常购物的地方，但是我认为沃尔玛的竞争力在逐渐丧失，因为在北京，上海等城市，每个地方它都面临激烈的竞争，即使它或许通过经营效率提高（比如天天低价或者有效的商品分销策略）获得更高利润，但是其他企业并不笨，都可以模仿，这些并不是别人无法复制的专有技术。

沃尔玛在成立之初是非常具有进入壁垒的，因为沃尔玛当时所处的都是南方人口稳步增长的小城镇——美国南部有很多 5 万人口甚至更少的小镇。这么大的镇子的需求只能支撑一家大型的折扣零售店，只要沃尔玛决定首先开这么一家商店，它就享有不可动摇的垄断地位，如果有另外一家商店也想进入小镇，那么两家商店就没有足够的客户来保持盈利。而在其他条件一样的情况下，新开的商店并不能期望自己能够把原来的那家挤走，所以它最好的选择就是不要进入这个市场，让第一家商店保持它的垄断地位。这有点赢家通吃的味道，沃尔玛就形成了自己特定的竞争壁垒。因此，进入壁垒在本质上是区域性的和独特性的，而不是广泛的和普遍的。

### 3、竞争优势能持续多久

这个问题也是必须思考的，因为如果竞争优势持续时间长，则持有一个股票的时间也会长。我们可以从两个方面来思考竞争优势。从深度上，是说一个企业能赚多少钱；从宽度上，是说这个企业能持续保持高于平均水平的利润率多长时间。估计竞争优势能持续多久是一个难题，我一般来说把竞争优势分成三个时间段：很短、2 到 3 年和 5 年以上来考察。

一般而言，基于技术的竞争优势有别于基于产品的竞争优势，它是比较短暂的。例如，成功的软件公司能产生巨大的超额回报，因为这些公司有很高的利润率，而且不需要在像机器设备这样的固定成本上投资很多。但不管怎样，因为技术飞速的发展和变化，这些公司的回报周期是很短暂的。换句话说，今天的领导者可能就是明天的失败者，因为进入门槛太低而潜在的回报又太高。通过成本优势、品牌、锁定消费者和把竞争者阻挡在外面等各种途径，能形成不同时间长度的竞争优势阶段。比如贵州茅台有很强的竞争优势，汽车制造公司则基本上少有竞争优势。

### 6、成长故事的继续探讨

成长模式有很多种，总结起来需要至少一本书来完成，最好的方式是读者自己去完成，方式是通过阅读一些关于“模式”的书籍，以及研究历史上牛股的各种“模式”。下面研究一些成长故事的方面和类型。

**进入新业务的成长故事。**这是一种非常常见的成长故事。绝大多数企业都处于竞争的环境中，并且竞争越来越激烈，因此要获得成长，很多企业都计划进入另一个企业所处的地带，即便是在本业务有很强壁垒和成长的企业，也有进入其他新业务的冲动，也许这就是典型的围城效应。因此需要分析当一个上市公司宣布进入其他公司盘踞的产业时，是应该选择买入还是卖出？它进入一个产业的胜算是否可以评估出来？我把企业进入新业务的过程分成两个类型，一个是创新型进入，一个是模仿型进入。

首先我们研究一个企业试图通过模仿现有企业进入一个产业。那么投资者最重要的分析是：在这个产业中，是先发优势强还是后发优势强？也就是说，如果先发优势强，那么现存的企业竞争优势可以保持，后来的企业根本无法同现有企业竞争，最后会以失败离场（当然很多国内的企业宁愿长期亏损也不愿意离场）。如果后发优势强，那么就存在通过模仿现有企业，追上并获得利益的方法。

最根本的是要分析先发优势持续的条件。我认为有三个因素是非常重要的。

第一个是技术性领先。关于产品技术或者制造工艺具有很高的难度，学习曲线效果比较显著。在这种情况下，现有企业就具有先发优势，并得以保持。比如一个企业要进入某精密仪器制造行业，而该行业产品的制造成功依赖于很多次产品的试验，并且新入行者学习起来很困难，那么新进入者就存在失败的很高风险。这种例子很多，比如某企业巨资投资了某电子元器件工厂，但是发现自己的技术水平根本不达标，产品无论如何杂质都太多而不能使用等等。

这里有个值得尊敬的企业是烟台万华，它经过顽强的努力和试验终于掌握了聚氨酯技术。不过，在它没有掌握之前，并不是一个值得投资的公司。

第二个是稀缺资源的预先占有。在制造行业，如果先进入的企业可以预先取得作为稀有资源的生产要素，而在商贸行业，如果先进入的企业预先取得了很好的地理位置。那么这样的先发优势是可以保持的。也就是说，如果后进入的企业根本获得不了重要的生产要素，或者也找不到好的开店地址，那么它经营失败的概率就很高。

第三个是买方的转换成本。很多技术类企业就有这个特征，一旦客户已经购买现有企业的产品并满足于现有产品，就会认为转换到买新进入的企业需要付出更多的成本（比如需要重新培训，影响目前的工作），因此不会买新进入企业的产品。这对新进入企业就非常不利。在多数情况下，特别是一个行业已经有一些重量级的企业出现，一个新进入者希望通过模仿（比如生产成本、制造过程、销售渠道、经营策略等均与现有企业类似）进入这个行业并获得成功是非常不现实的。不过在有些情况下，是存在后发优势的。有以下两种情况。

第一个是“搭便车”的效果。也就是现有的企业为了开发目前的市场付出了巨大的努力，而后来者很容易就可以通过学习，来节约初期投资所需要的费用，因此节省了研发成本，节省了消费者教育成本，节省了基础设施的建设等等。比如，飞利浦是最先进入 CD 光盘制造行业的，开始获得了一定的竞争优势，当时飞利浦第一个进入这个行业的时候认为因为设备投入高，市场空间还很小，很难会有新进入者，因此它可以获得垄断利润。但是飞利浦低估了这个行业的发展，CD 光盘行业在当时是超高速发展行业，很快导致行业设备投入下降，不少新进入的企业以更低的成本生产 CD 盘，并且由于市场空间的巨大，很快就可以获得更好的盈利。

第二个是不确定性消除。新技术和新市场的开发等活动往往具有很高的不确定性，但是如果目睹先发企业的成功后方加入的后发企业反而能够回避风险。特别是大企业或者行业领先的企业，在不确定性消失后再大规模的进入获得的利益更大。这有个日本的索尼和松下竞争的例子。在 60 和 70 年代，都是索尼公司先进入一个市场，获得成功后，作为大企业的松下然后跟随进入，取得的实质成功并不差于索尼。

模仿竞争也就是同质化竞争，特别需要指出的是，这种竞争，在行业市场需求仍然处于高速发展中，同质化竞争主要体现在单纯的产品和服务上，结果焦点变成了激烈的产品开发竞争、投资规模不断扩张的竞争。而如果产业整体增长逐渐放慢或者产业的客户需求基本满足的情况下，如果新进入者要进入一个产业同现有的企业开展同质竞争，那么这种竞争不能推动整个产业进步，而存在只限于激烈的价格竞争的可能性，在这种情况下，行业内企业利润普遍低迷，因此这类企业并不是很好的投资标的。比如 1997 年以后的中国家用电视行业，行业增长由于市场接近饱和而逐渐放缓，但是企业在不断扩张产能和不断有新进入者进入，结果这个产业最终陷入价格战，盈利低迷。

上面是从博弈和竞争的角度分析“进入”问题。在很多情况下，由于产业规模庞大，企业林立，新进入者并不会与现有企业形成直接“竞争”关系，在这种情况下，企业不是考虑竞争，而是考虑行业景气进入这个行业，但这也存在问题，短期或许把握住了机会，获得了受益，但是如果没有独特的模式（往往没有），或者对新进入行业的周期并不了解，最后只能是这个行业的边际公司，有增长也是短期的，一旦行业发生变化，出现问题的往往是这类企业。比如目前房地产热，很多企业都开始涉足这个行业，现在大家觉得房地产开发是长周期会繁荣很多年。但是我记得 90 年代中期房地产热的时候，不少企业进入这个行业，最终都是以亏损而黯然离场。

其次是分析创新型进入。在分析前先举几个例子。想象一下现在是 20 世纪初，你在一间美国领先的投资银行做研究工作，这个时候某客户走到你的面前，问了一个现在看来非常简单的问题：“贝尔发明了电话，并且现在上市了，这存在投资机会么？”你如何回答呢？如果你要去调研，你会发现贝尔对自己的产品信心并不是很大，而如果你去当时世界最领先的通讯公司（业务是收发电报）——西方联合公司调研，他们将贝尔的这一创新称为“玩具”，

毕竟贝尔的电话当时只能在局部地区使用。没有数据存在来帮助你进行分析。如果因为上述理由而放弃贝尔公司，那么后来贝尔成为世界上“曾经”最牛的电信公司 AT&T，将西方联合公司逼的破产并收购了它，甚至美国政府都害怕这个企业。

时间推移到 2007 年初，如果有客户问你：“曾经被索尼公司打败的任天堂公司现在又开始折腾了，并向市场推出新产品了（游戏机市场），他们的技术看起来比索尼差呀。这次行吗？”如果你根据历史数据，你会认为任天堂公司不值得投资，索尼的游戏机才是最好的、最高端的。但是时间并不久，任天堂销售和业绩高速增长，市值居然超过了索尼公司。这是为什么呢？或者时间略微提前几年，有客户问你，曾经的苹果不仅做电脑，居然要做一个所谓的不同模式的音乐播放器？这能行吗？

上述以及其他很多情况（包括国内的案例），都是创新型进入，创新型进入的公司一旦成功则存在巨大的投资机会。

如何对此进行分析呢？研究员或者投资者们通常的分析方法是搜集历史数据，决定趋势，再做出预测。这里面暗含的一个假设是过去是未来的一个预报器。另外就是比较方法（同行业内最优秀的公司进行各种比较），这里也暗含的一个假设是：公司模仿行业内优秀的公司所采取的行动也会成功。

但是这对创新型进入而言则意义并不大。投资者实际上可以通过一种新的规范的研究程序来分析一个创新型进入会不会获得成功。这样，即使未经训练的投资者也能具备深入的洞察力。

这里主要有两个分析步骤，第一个是创新变化的信号是否出现，第二个是是否存在不对称的竞争战。

首先要明白的是创新的类型，创新分为两大类，一种是维持性创新，是指公司在过去消费者所重视的维度对现有产品所做的改进。比如飞得更远的飞机，运算更快的计算机，待机时间更长的手机，图像更清晰的电视机等等。当进入属于维持性创新市场时，现有公司有很大的可能打败进入者。

而现有公司通常是败在破坏性创新的进入者手上。破坏性创新是提出一种新的价值主张。他们或者创造新的市场，或者重塑现有的市场。破坏性创新分为两类：一类是低端，一类是新市场，当然有些企业兼而有之。

单纯说创新概念，投资者很难理解。实际上，不同种类的创新对应的是顾客满足的程度。也就是说，模仿性进入则需要首先考虑的是竞争战，而创新性进入则首先考虑的是顾客需求。市场变化的核心信号就是评估三类顾客群：

- 1、不消费任何（某领域）产品，或者只在不便利的情况下才消费的顾客。（也可以叫做非消费者）。
- 2、未充分满足的顾客。
- 3、过度满足的顾客。

每类顾客群都对应不同的创新进入机会。公司可以通过创造新市场类型的破坏性创新来获取非消费者。可以通过发起高端维持性创新来获取未充分满足的顾客。可以通过低端破坏性创新来获得过分满足的顾客。因此识别该行业顾客环境至关重要，如果环境有利于高端维持性创新，我们就可以预期那些低端破坏性创新的公司就会困难重重。

当现有产品和服务“好过头”，从而相对现有顾客所能使用的性能而言索价过高的时候，低端破坏性创新就会发生。比如沃尔玛的折扣零售店，纽科钢铁公司的小型钢铁厂，戴尔的直销、便利化与订制商业模式，先锋基金的指数型共同基金都是低端破坏性创新。它们都开始于向现有顾客提供低价、相对简单的产品。某家公司正在发起低端破坏性创新的一个信号是：创造出一种与现有公司不同的赚钱模式（新商业模式的出现是最重要的信号），体现在财务指标看，是更低的价格但是更高的资产周转率，销售收入和售后服务收入的不同组合等



等。

当现有产品的特性限制了潜在消费者的数量，或者迫使消费发生在不便利时，就会出现新市场破坏性创新。比如，柯达照相机，贝尔的电话机，施乐的影印机（以及其创新的销售模式），EBay 的网上拍卖市场都是新市场破坏性创新。它们都是使人们更容易完成某些事情而创造了新的增长，而这些事情过去需要更深的专业技术或者更多的财力才可能实现。新市场破坏性创新最具有巨大的投资潜力，但是识别起来有时候并不容易。不过一个明显的信号是一个新崛起的市场的高增长而且持续提高的增长率。并且另外一个信号是新市场创新一般都是相对低价的。

而电脑的 CPU 处理器性能的不不断提高就属于维持性创新，不断来满足顾客对速度的需求。不过现在 CPU 提高的速度已经开始超过顾客的需求，这样，可以理解为或许开始存在过度被满足的需求，毕竟很多顾客只是上上网，文字处理和收发邮件。在未被充分满足的阶段，顾客往往重视产品的功能性和可靠性，因此现有的公司有更多的可能了解目前的客户需求。而一旦这些需求容易获得后（通常该产业的规则也已经形成），则关注的是产品的便利性、定制和价格——这样为破坏性创新提供了土壤。

破坏性创新还有更加复杂的形式，比如规则形式和替代形式，但是对于多数投资者了解上面三种创新就足够了：新市场破坏性创新、低端破坏性创新和高端维持性创新。

回到前面的例子来分析。贝尔的成功主要是因为其属于新市场破坏性创新。那个时代，人们在远途上的交流主要是通过电报机或者写信来进行。但是电报机必须在一个有中心设备的地方，需要专业的接线员进行操作。电话的出现争取到了通讯的非消费者。刚开始，电话因为线路铺设最初限定在一定区域内，并不同远距离的电报直接竞争。不过，尽管贝尔当时只能铺设一定区域内的电话，但还是受到消费者的欢迎，毕竟同一城市内没有必要应用电报来交流，而电话非常方便且价格低廉。

然后贝尔通过商业许可证的商业模式授权很多地区经营地域性的电话公司，并收取授权费。而刚开始西方联合公司并不认为电话能够和其竞争，并且西方联合公司占据并垄断当时的高端市场：铁路、媒体和金融领域的长途电报。后来随着各地区贝尔公司的成立，它决定将区域性通讯市场放弃给贝尔运营商，而决心将主要精力放在核心高盈利的市场上（竞争战中采取防御策略）。但是随着各地区性贝尔被整合成为一个全国性公司后，西方联合公司发现自己已经没法生存了。

苹果的例子是新市场破坏性创新，而任天堂的复兴故事则是新市场与低端破坏性创新兼而有之。这要分析当前的游戏机市场。索尼的 PS 系列游戏机逐渐面对市场中的高端客户与微软来进行竞争，高端市场，也就是骨灰级玩家只占有所有玩家的 2%，但是具有最强的购买力。不过骨灰级玩家的要求更高，因此游戏机越来越复杂，只有骨灰级玩家才能操纵它复杂的手柄（比如 10 个指头，至少 6 个要随时放在键上，不停变换）和指令，而 98% 的其他玩家基本上被忽略了。并且索尼 PS3 游戏机的功能非常强大，游戏开发成本也就越高，因此第三方游戏软件开发公司的风险也在增加。

而任天堂游戏机定位于 98% 的普通玩家和广大的非玩家，因此不需要强大的功能，因此成本就低，索尼的 PS3 游戏机卖出一台就赔 300 美元左右，而任天堂的游戏机则可以盈利 50 美元左右。并且任天堂大大降低了其游戏机使用的复杂性，使得没有玩过游戏的消费者也很容易入手。结果，任天堂没有索尼游戏精彩的画面，没有微软游戏超强的系统，但是其商业模式进行了创新，在竞争中取得目前的胜利。

从上面可以看出，创新型进入能够取得胜利的主要原因在于不对称竞争。不对称使得破坏性创新者进入市场，在没有现有公司干预的情况下开始成长，而当现有公司最终想要反击时已经为时过晚。不对称包括动机和技能的不对称。也就是一个公司想要做或者能做某件事情，而另外一个公司明确不想做某件事情，或者不能做某件事情。

在上面的两个例子中，你不能说西部联合和索尼公司是非理性的，从他们的观点来看，维护高端电报客户，维护骨灰级游戏玩家，他们采取的每个行动都是合理的，因为在他们所服务的市场，公司已经建立起固定的业务模式和流程。其公司的价值观也固化在现有市场和客户中。因此对创新型进入者很有吸引力的东西可能由于不对称，对在位者缺乏吸引力，从而导致其过度缓慢的反应（业务模式不同，因此转变起来会非常困难），甚至逃离低端市场。

有三个因素促成不对称的竞争，第一个是市场的绝对规模大小有关。小公司认为有大机会的市场可能对于大公司来说是鸡肋。第二个是初始目标客户不同。比如任天堂要服务的是索尼和微软不想服务的客户。第三个是与现有公司不同的业务模式。使得现有公司难以从固定的业务模式中挣脱出来，而新进入者就已经建立起竞争优势。

并不是每个破坏性创新的进入者都能够成功。而特别存在下面两种环境下，反而可能失败。第一个环境是行业背景使得现有公司不能逃避。第二个环境是新进入者在早期不能开发出特色的业务模式，而与现有公司业务模式类似。在这两种情况下，进入者可能会陷入艰苦的竞争战中。

举两个例子就很容易理解。比如航空业，低成本航空公司是否一定能战胜现有大航空公司呢？尽管对于大航空公司来说，商务旅客（也就是高端客户）是其主要的利润来源。但是低成本航空公司试图通过折扣来占领低端市场时，现有大航空公司的高固定成本结构使得大航空公司不可能放弃低端市场的乘客，因为即使利润最差的乘客也能对运营绩效带来改善。因此竞争的结果使得现有航空公司不能逃避，只能与折扣航空公司直接一轮接一轮竞争，最终双方的盈利都很差。唯一不同的是美国西南航空公司，主要是因为它不仅是低成本的，而且其开发的点对点航线与现有的大航空公司形成了不对称竞争。西南航空公司的航线都是从小城市到小城市，并且这些小城市存在一定大型商务客户来支持其航线稳定的利润，但是大航空公司对此却没有兴趣。

第二个例子是业务模式类似的例子，经营固定电话的贝尔公司战胜了经营电报的西部联合公司。但是当无线电话在美国出现时，其并没有战胜固定电话运营商，我认为主要是在业务模式上，无线电话运营商在开始阶段并没有特殊的业务模式与固定电话运营商形成不对称（当然还有其他原因，比如政府管制的原因）。

企业总是不断试图进入新业务来重述成长故事，但是对于各种进入新业务的类型来说，只有存在不对称竞争的创新型进入企业才最具有投资机会。

**业绩改善的成长故事。**很多时候投资者遇到的都是之前业绩因为某些原因遭遇困境，后来通过某些契机和努力业绩重新增长，这就是复苏或业绩改善的成长故事。

欧洲已故的投资大师安德烈·科斯托兰尼就非常喜欢投资这类股票。不过，他称这样的股票为“从死灰中复活的凤凰”。他认为多数投资者很难捕捉到高速成长股，并且即使捕捉到了这样的大牛股，很少投资者能拿得住。他说，微软从现在来看是市场的主宰，但是从20年前看，谁能知道它涨这么多，除非投资者是每个行业的专家，能够准确理解和认识技术上的细节。而这对多数投资者是不可能的。因此他喜欢找寻业绩重新复苏的股票投资，并且从中赚到大钱。这类股票往往是因为某些内部或者外部的原因，企业经营出现严重危机、亏损甚至有可能破产，并且这些企业的股票价格也跌到谷底，但是如果这些企业能够扭转局面，业绩重新增长，则股价会直线上涨。

有些投资大师甚至就是靠投资该类股票淘到第一桶金。比如索罗斯和罗杰斯的量子基金在刚成立初期就遇到这样一个机会。当时是越战后，投资者普遍认为政府对军工的需求会大大减少，军工股的风光将不复存在，因此这类股票受到投资者广泛抛弃，结果是股价低的离谱。而罗杰斯他们的调研认为，军工股会很快复苏，仍然存在巨大的投资机会。他们果断的买入洛克希德·马丁公司，这个股票股价随后从1元左右涨到100多元。

彼得·林奇也喜欢投资这样的复苏成长故事。比如，克莱斯勒汽车公司的故事。汽车股

是周期波动的股票，一般来说除非投资者就是喜欢买汽车股，否则多数情况下没有必要持有这类股票，因为对于多数投资者来说，判断汽车行业的景气周期并不容易。但是克莱斯勒公司是个例外。克莱斯勒公司本来是周期性股票，由于竞争压力，它的不景气时间过长，人们都认为它要完蛋了，林奇通过调研，认为克莱斯勒是可以复苏的，复苏的契机是新总裁艾柯卡的上任，在他的领导下，克莱斯勒收到了美国政府的救助，并且在他的领导下，克莱斯勒开发出新的受到消费者欢迎的车型从而业绩迅速复苏。林奇将麦哲伦基金 5% 的资金在 6 美元买入克莱斯勒，后来足足赚了 15 倍。

业绩改善股的魅力很大，并且这类股票在国内证券市场中广泛存在，可以举很多例子，比如三聚氰胺事件后，乳制品股大跌，最后龙头股伊利股份业绩复苏，带来股价上涨的故事。但是只举几个案例，投资者只能看着新鲜，过后就忘。要想通过投资业绩改善类股票获利，我们必须掌握一些能够找到并且买入业绩改善股的方法。业绩改善股具有一些典型的特征，这也是很多投资大师喜欢买进业绩改善股的原因一易于寻找。业绩改善股在技术图形上的特征是，这类股票前期经过大幅度下跌，目前市值严重缩水，股价在“底部”徘徊。在投资心理的特征上是，这个股票在大幅度下跌的时候，投资者恐慌然后厌恶这个股票，但是到底部后，成交萎缩，除了有远见的投资者，多数投资者已经不在关注它了，这时关于这个公司的研究报告也越来越少甚至基本消失了，好像投资圈把它给忘记了。正是因为缺少研究报告支持，所以很多有从众心理的投资者并不敢买入，但是实际上，一旦这个股票基本面变好，投资圈开始关注它的时候，它的股价就迅速向上。从基本面上来看，这个企业前期面临问题或者困难，业绩出现严重下滑，尽管市值很低，但是市盈率很高或者亏损。这时候很多基金经理如果按照业绩标准来选股，则这个股票并不在视野范围内。

出现上述特征的，就是业绩改善股的候选对象。但是基本面能不能真正复苏，从而带来市值大幅上涨，这需要仔细辨别，并且寻找导致股价变化的契机。

业绩改善股包括如下类型：

### 1、行业业绩改善

很多股票的下跌是因为所处行业出现问题，导致企业业绩出现大幅度亏损，一旦行业复苏，企业业绩也迅速回升。有两种行业需要关注，一种是周期非常敏感型，一种是寡头行业型。

比如，水泥行业是周期非常敏感的企业，它不像石化和钢铁，尽管都是周期性的行业，但是石化的周期由于资本支出过大，因此周期就非常长，而水泥行业的资本支出小，因此周期更敏感，钢铁行业则介于二者之间。这样说起来难以理解，但是举个例子就可以看出来，水泥行业的龙头股是海螺水泥，它在 2004 年宏观调控中业绩迅速下滑，比钢铁和石化类股票业绩下滑的快多了，股票价格也大跌，但是在 2005 年年中，新一轮景气开始，水泥行业对固定资产投资非常敏感，会迅速复苏，因而海螺水泥的股价也迅速上升。

电子元器件行业也是这样，属于周期非常敏感的行业，这样复苏起来就比较快。

如果行业不是周期非常敏感的，那么好的复苏股所处的行业特征应该是有少数玩家所处的行业，竞争并不激烈，有一定的行业壁垒。而竞争激烈的行业，即使行业转暖，但是企业利润也很难得到保证，比如化纤行业的股票。它们即使复苏，力度也不够。

### 2、突发事件下跌后业绩改善

这算是业绩改善股里的“天赐良缘型”，企业本身没有问题，只是因为一个突然因素造成企业某一年的业绩出现问题从而导致股价大幅度下跌。一旦这个突然因素消失，企业会很快复苏。

### 3、契机推动业绩改善

企业经营总会因为各种原因而遇到问题，当问题造成后，企业业绩下滑，股价大幅度下跌。这类企业的业绩改善则需要依赖于其他力量的推动：可以是外力，比如外部需求突然大

增，或者像克莱斯勒一样受到政府救济。也可以是内力，比如管理层换人，新的管理层锐意进取，取得经营成果，或者企业内部调整，降低成本，开发新产品等，从而出现业绩改善，不过这类企业需要仔细分析导致业绩改善的契机，然后买入，才可以降低风险。

需要强调的是不要以为处于低位的股票都可以业绩改善。另外，通过政府重组和资产置换导致企业业绩改善的股票，根基不稳固。并且很多资产置换都是暗箱操纵，投资者与大股东的信息完全不对称，这无法研究，并且风险很大，往往是内部人获利。

2007年5月份研究了小天鹅业绩改善的例子，这个案例的获得是受到产业投资者的点拨。之前小天鹅的战略定位存在问题，比如一直致力于成为洗衣机行业的科技领先者，但是洗衣机对于消费者来说，关心的并不是技术多么强，而是质量高，服务好，洗的衣服干净即可。因此从这点上，小天鹅犯了战略性的错误。因为追求技术领先，那么公司必然在技术上过多的投入，但是未必就有好的产出，或者投入产出不成比例。并且小天鹅这个上市公司在管理上，公司治理上也存在很多问题，因此是一个不好的公司。如果按照这样的理解去估值，小天鹅当时每股收益0.11元的话，给20—30倍市盈率，价格最多2.2元—3.3元之间。

但是，如果小天鹅如果管理层发生变化，将很多不良资产剥离，业绩是有很大改善空间的。小天鹅2006年主营业务的销售收入达到42个亿，这在洗衣机行业（就是家电行业）里是非常了不起的一个数字。而公司主要的业务问题是管理和战略问题。小天鹅现在的销售利润率只有1%，而根据产业界人士的估计，如果小天鹅被收购，并且能够加强管理的话，销售利润率是一定会提高的，因为行业平均可以达到3—5%，3%可能是一般水平，5%则是需要很强的管理能力可以达到。

而如果小天鹅的销售利润率真的达到3—5%，那么其净利润可以达到1.26亿—2.1亿，小天鹅当时的总股本是3.65亿，因此每股收益可以提高到0.39—0.58元。而仍然给20—30倍市盈率的话，则估值区间就非常广泛，可以从7.8—17.4元之间的任何定位，这取决于小天鹅管理能力提高的具体幅度以及市场投资者对小天鹅未来发展持有的态度。

后来，美的公司进入小天鹅，小天鹅的业绩确实大为改善，销售利润率迅速提高，达到了行业平均，股价也对此有乐观的反应。

**周期向上的成长阶段。**依靠把握产业周期性向上的机会是股票投资的传统赢利手段，也是最迷人并且最令人困惑的。在任何某一段时间内，表现最好的股票都具有很强的周期性，比如06-07年牛市表现最好的都是周期性股票，比如广船国际，受益于造船行业的超景气周期，比如山东黄金，受益于黄金价格的超景气周期，比如中信证券，受益于证券市场的超景气周期，等等。

可是，尽管周期性是如此充满暴利的诱惑，对于多数小而专的行业来说，多数投资者自身并不具有参透层层迷雾，把握周期向上的能力，这或许需要多读研究报告，仔细辨别。但是即使这样，犯错的几率还是非常大的，比如，周期的拐点只有两个，向上的拐点和向下的拐点，而面对每天如此多的研究报告都在说自己的行业面临拐点，你会相信谁呢？一旦犯错几率增加，比如在向下的拐点买入，或者在向上的拐点卖出，或者对趋势进行错判而频繁操作，获得的投资收益总体就远不如投资其他类型成长故事的股票了。

策略分析师们最喜欢说的话是周期永远存在，但是每个周期都不一样——言外之意是省省吧，把握住周期向上是运气，把握不住也没有什么。这句话很让投资者气馁，但是面对把握周期向上后的丰厚获利，很多投资者还是会思考：周期性向上是否具有一些普遍的规律。

我的第一个判断是，要参与周期博弈，并且希望提高胜率的话，一定要选择长周期行业，比如农业就不是长周期行业，投资周期一般只有两年，今年大豆价格上涨，明年农民或许都种大豆了，价格可能迅速就下跌，变化性很难把握，食品加工、纺织、建筑、一般工业等周期波动都很迅速，很难找到趋势性。这样的行业，博弈的成分更大。

而长周期行业一般包括钢铁、有色、石化、铁路运输等等，即使你没有把握住拐点，但

是一旦周期向上的趋势形成，你仍然可以坐顺风车。

周期一般是因为价格或者需求的变动而发生，我看到的 research 是，在国内，对价格最敏感的行业是采掘业、有色金属、钢铁、房地产、金融。当然对价格敏感的周期行业未必就是周期内涨幅最大的，这依赖于市场资金面等多种因素。

一般来说，大行业受到宏观大变量的驱动形成周期，而上述五个行业就具有这个特征，比如钢铁和固定资产投资增长速度相关性很高，而钢铁、有色、采掘对于因为宏观需求变化导致的商品价格变动非常敏感，而且这个趋势是可以持续很长时间，而房地产则是对房价，金融，特别是银行则是对利率（货币的价格）非常敏感，房价和利率的变动也具有很长的持续性。

而对于多数一般性行业，整体的供给和需求较为稳定，除非有外部冲击，否则行业对价格的控制力很弱，因而在这些行业里，需要寻找其他类型的成长故事。

另外，在判断周期起伏中，利润的变化随周期同步表现，而用行业的其他指标判断行业则比较困难（当然，很多行业专业指标对于外行来说或许并不了解），举一个例子是，很多投资者认为 07 年第四季度钢铁行业处于周期性的底部，采用的一个理由是用利润率（不是利润增长的变化率，而是利润 / 销售收入）等指标，发现这些指标处于长期平均水平之下，考虑到既然是周期因素，那么未来必然会走到行业长期平均之上，因此就认为，钢铁行业还是周期性的底部。

但是，从利润的增长率和股价的表现来看，我坚决不相信这个判断，钢铁行业利润增长率这几年最差的时候是 05 年第四季度和 06 年第一季度，之后利润增长开始加速，到了 07 年第三季度，利润仍然在增长，但是增长率已经开始下滑。而依靠利润率这个指标也许在成本上升阶段，具有向下的趋势性。

并且一个重要的经验是处于周期底部的行业利润都比较差，股价相对其净资产也比较便宜，而目前钢铁行业的股价涨幅和利润情况都不差。因此向上的拐点一说并不成立，应该是早已经过去，现在判断的应该是利润增长率下滑。

我不太相信在一个行业周期性的拐点发生在牛市已经持续了两年之后，除非那个拐点是因强有力的政策外力造成的。因此或许某些周期性的股票价格趋势还是向上的，但是暴利阶段已经过去，性价比现在来看，并不具有什么优势。

**企业的细分品类成长故事。**有统计研究，在中国，每年几万多家新产品、新品牌和新服务的公司出现，但是绝大多数都没有前途，部分能够维持生存，只有小部分能够发展起来。而有研究认为企业的演化，特别是“品类演化”，对于选择新的成长股至关重要。也就是说，如果投资者判断出新上市的企业代表一个新的品类，并且体现了其核心竞争能力，则这样的企业具有非常好的“成长型”投资机会。

“品类演化”这个名词听起来有点抽象。我发现用达尔文进化论的观点可以很形象的说明，因为企业的变化和自然选择非常相像。

达尔文用“生命的大树”的比喻来描述物种起源，认为：回溯历史，所有的生物融合在一起，但是顺看历史，所有的生物分离开来，进行分化。新枝条是怎么长出来的？由老枝条分支出来。新物种是如何诞生的？是由原物种分化而来。比如豹子是一种古老的动物，随着时间的流逝和环境的变化，分化出了美洲豹、金钱豹、雪豹、东北虎、华南虎、美洲狮、非洲狮等等。而产品和服务也可以理解为一个生物树，比如最初诞生了一条枝条叫做电脑，后来在这个基础上生长出无数的新枝条，比如服务器、比如个人台式机电脑、比如笔记本电脑等等；最初有一条枝条叫做酒，后来生长出无数的新枝条，比如清香型白酒、威士忌、葡萄酒、啤酒等。

最初一个品类开始出现时，可能只有一个产品，一个品牌，或者一个企业，但是随着时间的推移，该品类会演化细分成更多的新品类。

投资者要是寻找成长力强的新生企业，就必须从新品类中寻找，特别是从细分的新品类中寻找。一方面，新生的大品类机会对于大多数人都容易错过；另一方面，要回避老品类，因为品类也有生死之分。达尔文解释说：当大树还十分矮小时，它有很多繁茂的小枝条，其中只有几只成为主干，一直支撑其他的树枝并生存至今。现实的企业也是这样，有一根枝条叫做打字机，分化了很多枝条，比如手动的，电动的，便携的，等等，但是打字机这根枝条被叫做电脑的临近枝条遮住了阳光，它就枯萎了。蒸汽机、马车、帆船、软盘都走过了类似的道路。香港市场目前仍然有生产软盘的上市公司，尽管市盈率只有 3 倍，但是没有投资者愿意买。而生产胶卷的柯达公司也属于过气的品类。

尽管还可以举出丧失了生命力的品类，不过中国证券市场更多存在的是“传统品类”，这些传统品类公司仅具有周期性的投资价值。

不过，预测物种起源和演化并不容易，从这点上来看，达尔文非常了不起，因为物种的演化需要历经数百万年才能产生效果，而这些效果在一个人的短暂生涯中很难被直接观察到。达尔文认为所有的生物都来自于某个原始简单祖先。如果这样的话，现在来看，物种分化的数量就非常惊人。如今我们了解的现存物种有 170 万种，其中 5 万种有详细的描述。如果把历史上灭绝的数百万种物种计算在内，比如恐龙等。已经灭绝的物种数量有可能超过现存物种的数量。

而对投资者来说则是幸运的，一方面看清楚品类演化过程容易多了，因为这个过程就发生在我们面前。在自然界，环境的变化创造了促使物种分化的条件。在经济发展中，技术和文化环境的变迁创造了促进企业品类分化的条件。

另一方面品类只会越来越多。社会在变得更复杂，比如 30 年前一个商店有几千件商品出售就了不起，现在平均一个超市有 4 万件商品。生活也永远不会变得简单，只会越来越复杂，品类也会越来越多，所以投资机会也会越来越多，而不是越来越少。

需要区分的是达尔文所说的进化论有两个方面，一个是从祖先到当前状态的逐渐演变（叫做前进进化），另一方面是分化，或者说从祖先分裂出去创造新的分枝（叫做分枝演化）。在生物学中，这两个进化是相互独立的。比如，现代中国人的平均寿命比 1000 年前的中国人要高几十岁，这是前进演化。而古猿猴分化成人、大猩猩等这是分支演化。

在商业中，这两个过程在很大程度上也彼此独立，而前进演化的投资机会一般来说不如分枝演化带来的机会大。比如轿车，桑塔纳系列的不断更新是前进进化，但是分化则是指汽车大品类中出现跑车，吉普车，厢式车等。

福特汽车是一个典型例子，最初福特汽车大规模生产 T 型小轿车，仅关注轿车的改良机会。但错过了很多分化的机会，分化开创了很多汽车新品类，比如大众汽车成了小型轿车新品类的第一，保时捷则是成为高档跑车的第一，悍马则是成为军用汽车新品类第一，奔驰则是高级轿车新品类的第一。

一个新品类的诞生，必然会有很多分枝，这是很好的选股机会。最有智慧的人可以看到新品类的大分枝诞生带来的机会，但是对于我们，辨认通过原有品类的细化才是最可行的方法。特别对于中小企业和创业企业来说具有重要意义，即使是老企业推出新产品，只有创造出的新品类才有投资机会。否则模仿一个老产品或者进入一个旧市场，则更多会带来无盈利的增长。

《品类杀手》一书就讲述了美国零售业品类的分化。一百年前是每个城市都有一个最大的百货店，比如纽约的是梅西百货，芝加哥的是马歇尔百货，亚特兰大的是里奇百货。后来开始全国性连锁百货，新的投资机会出现，比如西尔斯，蒙哥马利沃德，JC 彭妮等。到最近这些年，每个百货商店的部门都产生了狭窄聚焦的分化，并形成全国甚至全球品牌，成为新的品类。

比如，原来百货公司的休闲服装部成为一个新品类；比如 GAP 连锁店，图书部成为一



个新品类；比如巴诺连锁书店，女性内衣部成为新品类；比如维多利亚的秘密连锁店，玩具部成为新品类；比如玩具反斗城，办公用品部也成为新品类；比如 **STAPLE**，消费电子部也成为新品类；比如百思买等等，相应的公司上市后，股票价格都出现持续的强劲表现。

不仅是零售业的分化。快餐店也是这样，牛肉汉堡包店品类的代表是麦当劳，鸡肉店品类的代表是肯德基，咖啡店的代表是星巴克，三明治店代表是赛百味，还有专门的烤牛肉连锁店阿比家，热狗连锁店维纳，曲奇连锁店菲兹夫人，冰激凌连锁店酷圣石等等。互联网公司品类也在分化，最初只有门户网站，比如我们熟知的新浪，雅虎。后来各类型新品类的网站出现，其龙头企业都成为不错的选择，比如搜索网站谷歌，拍卖网站 **EBAY**，商务网站阿里巴巴等等。服务外包和产业链重构也使得企业本身的功能在不断剥离分化，不同的分化出现投资机会，有企业专门从事人力资源业务，有企业专门从事供应链业务。酒店也在分化，各种家用产品也在分化，食品种类也在分化，服装品类也在分化。每个分化结合其业务模式就代表一个可能的高成长机会。

新出现的品类需要对应新的品牌，否则会引起消费者心理认知的模糊。比如诺基亚和摩托罗拉在手机上的竞争。诺基亚是专注于手机行业，成为领导者，而摩托罗拉公司更加多元化，结果在手机这个新品类中的形象就很模糊。索尼公司也是这样，尽管其为全球最受尊重的电子产品品牌，其多种产品共用同一品牌。过去 10 年索尼收入一共达到 5200 亿美元，但是税后利润只有 40 亿美元，这样的回报还不够偿还银行贷款。而戴尔则更加专注个人电脑，过去 10 年收入 1400 亿，利润 85 亿。值得讽刺的是索尼公司最赚钱的新品类是 PS 系列游戏机，这个没有用索尼品牌。

分化符合进化论，融合除非形成一个独立的新品类，否则融合策略并不成功，比如，在上世纪 70 年代，就有人开始预言广播电视、电脑网络、出版印刷将融合成一个行业。结果是这三个大品类相互借鉴了优点，并没有形成一个大的新品类，而是这三个品类的每一个都进一步分化和细化。所以从进化论的角度，如果一个企业的产品是融合，除非能够提供很强的便利性，否则很难获得成功。这方面的商业例子不胜枚举。比如微软公司，90 年代的高速增长在于新品类的出现，比如视窗系统软件品类、**OFFICE** 办公软件新品类的不断增长，而 21 世纪以来比尔盖茨开始宣传其融合观点，这几年微软采取了各种和媒体或者其他电子产品相互融合的策略，除了消耗掉现金，这些策略都未取得成功，其股价基本没有出现 90 年代那样的持续上涨。

一个新品类的诞生，必须在消费者心中形成一个与现有品类不同的位置。比如如果王老吉凉茶不叫做凉茶，而是叫做王老吉茶类非碳酸休闲饮料，估计就很难取得成功。而比如能量饮料市场的龙头企业红牛，首先填补了消费者心中的一个空缺，并且包装和传统的饮料不同，也拉开了差异，并取得了成功，目前从无到有达到十几亿美元的销售规模。

企业演化青睐极端，而不是中庸。进化的第一条基本规律是适者生存。个体之间的竞争长期看会改良物种。进化的第二条基本规律是分化规律。物种之间的竞争促使它们的性状越来越分歧。达尔文的天分在于辨识出像猫和狗之类的物种可能有一个共同的祖先，但是由于环境变化而发生分枝或者分化，并且随着时间的推移，物种之间的差异性被放大。用达尔文的话说就是自然界青睐极端。这个和商业也一样，沃尔玛强调低端平价超市，凯玛特采用同样理念模仿，但是在管理效率上不如沃尔玛，最后破产，而塔吉特则强调高端，形成了自己的位置。

在同一个相同品类下，两个企业无法占据同一个“龙头”位置。一般来说，第一个进入新品类的公司品牌最好，最容易获得高增长和最大的市场份额，但这个品牌最终是要获得消费者认知，第一不是唯一条件。比如春都是中国第一个开创热鲜火腿肠新品类的企业，但是随后跟随的双汇最终胜出。

分化的趋势是要么专门化，要么极端化，很少中庸。在同一个品类中，排名第二的公司

要有足够的生存空间，必须走向领导公司的对立面，形成子品类，而抄袭和模仿则很危险。比如家居装修仓储商店，家得宝是最大的，店内大而昏暗，顾客以男性为主。而第二品牌是LOWES，室内装饰整洁明亮，顾客以女性为主。另外，芭比娃娃是小女孩子娃娃玩具的领导者，而椰菜娃娃则强调大女孩的娃娃玩具，于是在消费者（女孩）的心理上形成细分的品类，并取得很好的增长。

随着国内未来更多新生代企业的出现，按照品类演化方法，结合核心竞争力分析，投资者会抓住很多出色企业的成长机会。

有各种成长故事，对于投资者来说，眼花缭乱，应该选择什么样的呢？我认为这依赖于研究概率。有些故事是容易研究的，有些故事是难以分辨的，因此，首先要选择容易分辨的成长故事，另外，有些成长故事看起来波动大，因此首先选择业绩成长更稳的，还有就是首先选择目前业绩就很好，未来更好的，比目前较差，认为未来会反转的更靠谱。成长故事投资法就是要放弃很多烂股票，烂股票也会因为各种原因上涨，但是从这些烂股票上挣得钱都不是分析就能得出的钱。

选择成长故事不是要挑战自我，去选择最难研究的，而是要发挥比较优势，选择自己最擅长的，没有必要碰自己不熟悉的公司和领域。

从概率上来看，历史上的牛股往往是“极端”的表现好，多数平庸的没竞争力没成长的股票股价表现平庸。古今中外，每年总是只有两类极端的股票表现在最前列：成长性最好的股票和看起来一无是处的“坏”股票。当年成长性最好的股票表现最好是毋庸置疑的，而一无是处的公司一旦变得超出预期的好，股价表现也很惊人，但是由于一无是处的公司过多且难分析，这也具有很高的挑战性。

**“XX 第一股”未必等于高成长故事。**前面说过龙头故事不是成长故事，很多投资者非常关心“XX 第一股”，认为这个能够被炒作，比较独特，但是如果这个第一不能变成成长故事，一样也不行。

比如，在 2007 年年初网盛科技（现名：生意宝）作为 A 股第一支网络股上市，我 2007 年年中是这么分析的：公司主营业务收入的 85% 左右来自中国化工网和全球化工网。从基本面来看，该公司的主要的盈利模式是会员收费和广告收费。这种模式和当前的大多数互联网公司并无二致。具体说来，专注化工行业的网盛科技会吸引行业内为数众多的小型化工企业成为其会员，并收取一定的会员费来实现收入。网盛科技主要通过网下途径获取客户。在主要城市建立办事处或联络处，通过电话、上门拜访等方式与客户获得联系。这种方式的好处是与客户关系直接、密切、客户的忠诚度高；缺点则是收入增长速度慢。

从财务的角度来看，网盛科技的毛利率比较稳定。增长需要靠收入的增长，可是我查阅该公司最近几年的收入增长，发现并无过人之处，比市场平均的收入增长还要慢。事实上，2006 年该公司的主营业务收入和净利润与 2005 年度相比已经有了下滑的趋势。2006 年，网盛科技总计实现主营业务收入 6279 万元，同比减少 1.48%，实现净利润 2813 万元，同比减少 3%。若扣除非经常性损益后，净利润同比降幅更达到 15.59%。根据公布的 2007 年半年报，与上一年度同期相比增长也很慢，比如，06 年中期公司营业收入是 3214 万，07 年中期也不过 3675 万。

业绩表现欠佳有其必然性，其主要原因是该公司的主营业务收入受制于客户的增长，而很明显，网盛科技的客户增长比较缓慢，投资者应该担心其市场有“饱和”的可能。

在这种情况下，企业可以通过深度服务现有客户来提升收入，但是这只能带来的是稳定成长。如果要高速成长，则只能寄希望于依靠外延式并购来迅速扩大规模以增加利润，否则无法对应如此高的市盈率。但互联网公司通过购并实现增长并不容易。

可能的并购是横向并购其他行业专业网，但这样难度很大，主要是并购成本并不便宜，如果以几十倍的市盈率或者很高的市净率并购，则成本过高，很难对业绩起到增厚作用，并

且这很容易消耗掉大量的现金。另外，对于化工以外的其它行业，网盛科技既没有人脉，又没有专业的人才，渠道建设几乎等于零。也很难起到规模效应。并且，很多行业网站的并购也并不经济，要么是该行业的市场规模可能太小，要么是行业网站巨头已经出现，在难以收购行业巨头的基礎上，收购小的网站，剩下的生存空间也并不大。这样，新收购的网站并不能复制它已成熟的业务模式，不但不能增加其利润，相反还很可能成为其包袱。

因此，网盛科技采取得简单的“1+1 并购”不能带来业绩的提升。如果只看重数量的积累，对网盛科技本身来说，负担大于利益。所以寻找其他方式是必须的，但是目前都还很难判断其是否能带来业绩增长，以及持续增长。

网盛科技确实具有一定的竞争能力，具有相对特色，是 A 股互联网第一股，也值得追踪研究。但是这只是投资的第一步，网盛科技在可分析的过去与可展望的未来都看不出是高速增长股的可能。最多可以算是稳定增长，而前途并不明朗，考虑到过高的估值，实在是没有投资的必要。如果投资者于 2007 年年中投资这个股票持有 3 年，最乐观也就是不赔钱。

2009 年年底，还遇到过“动漫第一股”——奥飞动漫。奥飞动漫上市半年内总市值大概在 80-65 亿之间，而 09 年净利润仅有一个亿。奥飞动漫上市不是被很多投资者看好其“动漫第一股”概念吗？为什么没大炒起来呢？

我在其上市后这么分析：如果动漫就是动漫影视片和动漫图文作品的话，我们可以从公司过去四年财务报表发现，奥飞动漫居然在动漫影视片这个业务上不仅没有挣钱，反而亏的越来越多。其实不难想象，动画片市场本身竞争就很激烈，日本动漫和欧美动漫大量充斥国内市场，国内动漫本身竞争力并不强。因此，盲目认为动漫公司“新”就能带来盈利增长的“好”肯定不现实。

不过，尽管该公司动画片是亏损的，但是公司 09 年盈利仍然有一个亿，显然它并不是不能盈利的动漫类公司，那么这些利润从何而来呢？销售玩具。动漫产业算是服务型产业，玩具产业算是消费型产业，都算是“新”的，只不过，玩具产业更容易理解，毕竟动画片仅是用来看的，玩具不仅能看，还可以摸和玩，有着千年的历史，“新”的程度不高。

很多投资者会思考，既然奥飞动漫是玩具公司，干嘛还做动漫产业呢？纯粹是找个新概念来忽悠投资者？其实，通过做动画片，将玩具动漫化还是可以较大提高产品利润率的。比如，动漫玩具销售毛利率能有 45%左右，但是非动漫玩具的毛利率只有 25%左右。因此可以理解为奥飞动漫其实并不是纯粹靠做动画片挣钱的，而是通过动画片这种形式（广告）来卖相关的动漫玩具挣钱。

投资者会想，既然可以通过动漫广告投入带来动漫玩具的增长，那么投入越大，玩具不是卖的越好，业绩也越好吗？作为玩具产品，基本是销售给儿童，而儿童的辨别能力较差，因此不断出现的新动画片使得儿童不断追寻新的玩具，比如前段时间流行蓝猫，很多儿童会买蓝猫玩具，这段时间流行喜羊羊，很多儿童会集中买喜羊羊玩具。另外，儿童都会长大，每一代儿童喜欢的玩具也不一样。因此动漫玩具销售的周期性和流行性很强。从奥飞动漫的动漫玩具销售就可以看出来，其中火力少年王悠悠球，2007 年动画热播的时候销售最好，毛利润达到 18699 万元，但是 09 年上半年，流行一过去，销售毛利润仅有 656 万元，距离前期销售高点仅一年时间。另外流行后迅速衰落的动漫玩具是战斗王陀螺。

09 年贡献利润最多的动漫玩具是战龙四驱车和闪电冲线遥控车（都是玩具车），也是动画片播出促进了这两个玩具的销售大幅增长。问题是，根据日本四驱车销售经验，一旦动画片播完，流行周期一过，很可能在 2011 年这两个车的销售就不再流行，这样，如果没有新动漫玩具的话，其利润可能就难以增长，甚至存在迅速下滑的可能。

这么看来，动漫玩具一定要不断开发更多更流行的动漫并且配以动漫玩具销售业绩才能高速增长。而奥飞动漫未来几年还有什么好的动画片呢？从目前募集资金投向来看，新动画并不多。我担心这些动画片很难成为迪斯尼的米老鼠一样长期受欢迎的动画片，如果那样的

话，未来公司通过动画片仍然能够带动动漫玩具销售，但是考虑到产品周期，其总利润很可能这两年就达到高峰，未来增长较为困难，且波动性大。

所以我认为就算是“第一股”，没有好的成长故事，也没有持续上涨的可能。

**成长空间的探讨。**选择成长故事，要选择成长空间大的。成长故事的核心基本特征是净利润大幅度增长从而带动股票价格也大幅度增长。简单算个帐就很清楚，如果一家企业净利润每年增长 50%，持续增长六年，六年以后的净利润将是现在的 11.4 倍。如果其他情况变化不大，其股价也应该涨差不多 10 倍。而一个每年分红收益 5%，但是业绩没有增长的股票你很难指望它能够持续涨幅超过十倍，实际上超过一倍都很困难。

企业按照净利润可以分为大中小三类企业，净利润在 1 个亿以内的是小企业，这些企业还没有定型，成功和失败都有可能，很多小企业会由于各种原因失败或者停滞不前，也有少数企业会高速成长为中大型企业；净利润在 1 个亿到 10 个亿之间的是中型企业，这类企业已经初具规模，但是存在的问题也许是面临成长空间不足以及转型的压力。净利润在 10 个亿以上的是大型企业，发展已经稳定。

指望一个净利润有 100 亿的超大型企业未来几年盈利增长一倍，也就是达到 200 亿是非常困难的。所以大型企业一般发展比较稳定，股票价格变动涨幅并不大。而如果一个净利润在 1000 万的小企业通过发展达到 10 个亿的净利润，那么这个公司绝对具有很好的成长性，其股票价格也会出现几十倍的上涨。并且在净利润基数低的情况下，只要行业成长性好或者因为运气好，一个公司净利润就可以大幅度增长，但净利润到了一个亿以后，如果一个企业没有好的业务特征、盈利模式或者核心竞争力，则成长就变得非常困难。

有些行业的空间就是比另外行业的成长空间大，这取决于产业的性质。有时候简单的分析就可以判断企业未来的成长空间，比如创业板的一个公司数字政通。有研究报告认为其未来会高增长，空间广阔。我觉得数字政通面临成长空间的问题，公司在招股说明书中预测，“预计至 2015 年底，数字化城市管理系统将覆盖全部地级以上城市、30% 的市辖区和 10% 的县级市(县)”，按照“全国共有 4 个直辖市、28 个省会级城市、255 个地级市、856 个市辖区、369 个县级市，1,638 个县。目前，直辖市、省会级城市、地级市(不含省会城市)、市辖区、县级市(县)数字化城市管理系统的建设费用约为 5,000 万元、3,000 万元、2,500 万元、1,000 万元和 800 万元”来计算，公司计算出未来 3-5 年市场容量大约为 120 亿元。

尽管公司认为其提供的定制软件在建设费用当中的占比大约为 15%-30%，但是我们根据公司披露的历年承接的不同用户类型的管理系统的数量，以及细分项目的历年销售收入计算，实际上公司自主开发的数字化城市管理软件的收入只占到建设费用的 10% 左右(由于公司没有公布项目的平均结算施工周期，我们只能假定项目在年底一般都能结算)。因而数字化城市管理软件开发商的市场规模大致估算为  $120 \times 10\% = 12$  亿。由于公司的市场占有率已经相当高，未来维持份额的难度会远大于增加份额的难度，我们暂按公司现有 50% 的市场份额估算公司的潜在市场规模为 6 亿元。但是由于直辖市和大部分省会城市已经接近完成了数字化城市管理改造，6 亿元的市场规模存在重复计算。因此扣除公司公布的 07-09 年的相关软件收入 1.2 亿元，未来公司能够获得的销售收入只有 4.8 亿元。折合至 2015 年相关销售收入的复合增长率仅为 10% 左右。

以上的计算仅仅是针对公司当前最大的一块业务范围，并没有考虑到未来潜在的维护、升级以及专业化系统的需求。但是仅从现有的信息来看，这些业务的开展很难支撑公司成为一个持续高成长的公司。因此公司未来的业务规模的成长将主要依赖于另外两块业务领域，一是公司新近获得的系统集成商资格，另一个是公司现在已经开展中的国土资源管理系统。

公司经营的国土资源管理系统实际上属于应用层面的开发，这个市场参与者极度分散，竞争激烈，因此公司在过去三年内在这个业务领域的销售收入一直没有增长。而系统集成行业也是如此，况且公司取得的仅是门槛较低的系统集成三级资质，面对的竞争更为激烈，在

公司当前的业务规模下很难成为利润新的增长点。

不过由于数字政通刚上市，还没有进一步的财务数据去进行判断其中短期业绩增长动力，但是从成长空间上，还是先谨慎为好。

成长空间在成长故事里是一个很重要的要素，比如家电连锁就要比单店百货的业绩成长空间大无数倍，而大众消费品如果树立竞争力，则其成长空间远比奢侈品的空间大。因此在思考一个企业的成长路径的时候要经常问自己，这个公司目前利润和市值有多大，如果充分发展，其能够做到多大的利润和市值。

**成长故事的规模与行业偏好。**在中国，多数大型企业并不是因为市场竞争而变大的，更多是因为原来的计划经济体制。这些企业缺少核心竞争力形成的过程，并且主要集中在传统行业。因此出现好成长故事的机会并不大。

国内的很多小企业也很难有很好的成长故事，很多小上市公司面临的主要问题是上市前是其增长最快的时期，上市后由于缺少增长空间或者定价太高，这类企业股票会走上慢慢熊途或者归于平庸。因此对于小企业，业务模式本身就可以决定谁更有可能在将来成长为巨人。如果一个小企业面临的行业空间狭小和激烈的竞争而没有明显的优势，这种企业是根本不值得考虑的。很多小盘制造类股受制于成长空间，基本看不到成长性。在中国很多小盘股属于投机类股票、短线类股票或者波段类股票，很少是长期值得持有的。

中国好的成长故事主要集中在中型企业上，比如贵州茅台，云南白药等。因为在这个阶段，企业已经形成核心竞争力，如果企业本身具有很好的业务特征和盈利模式，则净利润从几千万，一个亿增长到十个亿并不难。

好的成长故事也有行业倾向，有些行业注定就出不了高速成长故事，最多是波段的动量故事机会。美国这么多年来涨幅巨大的公司普遍属于消费服务类股票。不过，在国内有一些资源占有模式类型的企业中也有可能讲高速成长故事。传统的、一般制造业和资本密集型企业很难讲高速成长故事。这类企业容易造成产能过剩，产品差异化不足，竞争过于激烈从而失去利润。并且这类企业很容易从股东那里圈钱并进行大量资本支出但是产生很少的回报。消费服务类企业则没有上述问题，其行业内最好的企业一般会给投资者带来长期的高收益。消费服务类企业比制造业企业有更大的发展空间，也容易形成壁垒、差异化和新的盈利模式。

大众消费品行业的领导者和高科技产业的小巨人中容易出成长股，但是需要精挑细选，是选股型投资者的主要阵地。另外，行业的边缘地带是选股的好机会。我看电视和读书有一个心得，发现在国家科技奖中获奖的学者主要都是交叉学科的带头人。仔细想想，其实他们获奖很有道理，毕竟每个学科都有众多智商很高的科学家在做深入的研究，如果在正统的学科内部想做出更好的成绩是非常困难的，除非你比别人更用功，智商更高，并且还要加上运气特别好，但是有科学家认为三百年才出一个牛顿，一百年才出一个爱因斯坦。而交叉学科则不一样，不用举科学的例子，金融和经济学的研究上就足够了。数学金融就是交叉学科，相关研究者就获得了诺贝尔经济学奖，行为金融也是如此。现在的出色学者都不是向爱因斯坦那样超级牛的大师，都是选对了研究方向的大师。

其实，研究股票也是一样，在行业研究员和投资者都忽视和都不爱看的交叉行业里机会更大。如果一个股票已经被广泛的投资者和研究员形成业绩预期，股价的上涨就是需要基本面超出预期的东西，但是再去发掘这个超出预期的东西简直难于上青天。而对于交叉行业的特色股票，研究员都普遍忽视了，结果是市场没有一个预期，如果你选择这个交叉行业的股票研究，并且你确定它的成长性很不错，则随着该公司业绩的不断释放，自然会有越来越多的研究员开始关注，股票价格的上涨会很强劲。

比如新材料类的企业，很难去确定的划分它的具体行业。一个有点懒的化工行业研究员，可能说这是使用到建材行业的，因此这是建材研究员的研究范畴，可是其产品对于建材行业研究员又非常陌生，结果大家互相推诿中，谁也不认真去发现这个企业的价值，于是一个交

叉行业的股票出现。这个时候，市场上看好该企业的声音就不大，而如果你研究发现公司实际上竞争优势非常明显，成长性很高，就可以跟踪。

选择这种边缘行业的股票就需要克服依赖思维，不是关于一个股票的研究报告越多越好，从行为金融的角度，所有人都研究一个股票，那么这个股票也就不具有机会了。并且这种交叉行业的机会总是会出现。

**成长股的历史规律。**很多投资者希望能够找到超级成长股，也就是一个涨幅能够超过十倍的股票，不过这样的股票是可遇而不可求的。大牛市很容易出巨大涨幅的股票，不过研究平衡市或者熊市的规律更有帮助。2000 年以后，美国市场表现一般，但是仍然出现不少涨幅巨大的股票，总结一下是这些股票有一个让多数投资者一见钟情式的浪漫成长故事。有以下三种类型：

### 1、创造出市场潜力巨大的独一无二的产品

苹果电脑公司。它在高科技企业中以创新而闻名。苹果曾经一度陷入困境，等到乔布斯回到苹果时企业才再次起航，苹果几年前开发的 iPod 数码音乐播放器大获成功，其小巧性感的设计迷倒广大消费者。播放器配合其独家的 iTunes 网络付费音乐下载系统，一举击败索尼公司成为全球占有率第一的便携式音乐播放器，随后推出的数个 iPod 系列产品更加巩固了其在商业数字音乐市场不可动摇的地位，这一成功案例几乎是商学院的经典故事，而证券市场也给苹果电脑一个大大的惊叹号。

泰瑟枪械公司。开发、装配和销售主要用于执法和劳教市场的非致命动量武器。它的先进武器为执法机构提供了比其它非致命武器更安全的性能，该公司所生产的智能眩晕枪，可以发射 5 万伏的高压电脉冲将人击倒，电击时间只有半秒，且最大的有效射程范围是 7 米。泰瑟枪械股票的大涨是符合美国现实背景的，那就是反恐和安全，这样一个既能护身又不致人于死的东西，当然会很有市场，各国警局也很关注它，一个基本是空白的市场完全由一家公司来填补，自然引发无穷的联想。

直觉外科公司。设计和制造机器人手臂，包括医师的控制台、手术床边的机器人手臂和影像系统。透过机器人手臂的协助，外科医师只要坐在控制台，看着手术部位的三度空间影像，即可遥控机器人手臂进行手术，灵巧不输人手，还可避免人手会颤抖的情形。机器人手臂具有人手无法相比的稳定性与精确性，使用机器人手臂协助医师，可以让手术更精确、侵害性更小，相对于传统手术，不但可以缩小伤口、减轻疼痛，更可以降低感染及并发症的发生，有效缩短病患住院时间。未来运用机器人协助医师开刀将成为发展方向及趋势，而高端医疗器械行业的壁垒非常高，利润率也非常高，因此壁垒加高成长造就该股的大幅上涨。

### 2、外部需求的巨大改变

钛金属公司。是美国和欧洲有主要钛生产设施的综合生产商。前几年也是一个涨幅非常大的公司。该公司 96 年上市以来就一直跌，主要是亚洲金融危机和 911 后，用钛的航空业受到空前打击，该公司被当成垃圾股，但前几年由于外部需求大增终于熬出头，而且用量缺口越来越大以至于 04 年以后价格更是涨的飞起来。

外部需求的巨大变化导致的大牛股更多出现在周期类和动量类股票中，中国企业中的牛股多属该种类型。但是这类股票的一个问题是，外部需求的变化难有长期持续性，另外如果行业内部竞争激烈，即使需求增加，企业盈利也难以增长。并且外部需求导致的巨大盈利也会使众多企业进入该市场。

### 3、消费服务领域的创新业务模式

系统健身公司。是一家领先的体重（减肥）相关产品和服务的供货商。这家公司在该领域做出了自己独特的模式，该模式区别于以往的大型传统健身房，而是跟据局部控制、低血糖指数标准的膳食、减肥计划、以及私人电话和在线服务等提供户内减肥计划。具体是提供专门为女性设计的高质量的液压型健身器材和为女性提供专业、完善、简单易学的健身方式，

在社区周围方便女性消费者的地方设立女性健身会所，很短时间就可以达到满意的瘦身美体效果。因人而异订制减肥计划，到位的服务，针对女性特点提出快乐健身的运动概念，以及采用连锁经营的系统运作模式和系统宣传策划，这些导致盈利迅速增加，使得该公司成为一只大牛股。

美国这样单纯服务性公司有很多，里面也出了不少大牛股，因为这类公司一旦做出自己的市场就非常赚钱，没什么成本，完全靠脑子和执行力形成独特的业务模式。

汉森饮料公司。主要从事非传统饮料的营销，比如自然苏打，果汁，鸡尾酒调味果汁等。这个公司的故事也很精彩，因为它从事饮料业，每个人都有机会接触到它的产品，这种非周期消费品最容易出大牛股。汉森公司前几年在饮料市场推出了一款完全不同的产品。这款“怪物”功能饮料含有大量咖啡因和糖，用一个大黑罐子包装，外印一个灰色爪子标志。营销口号是“释放野性”，汉森公司四面出击，抓住各种场合来推销这个品牌，比如社交活动上分发样品给大家品尝。公司还通过主办各种赛事和利用自己拥有的独立分销商网络。在一个发展迅速、每年总值达 20 亿美元的运动能量饮料市场上，“怪物”饮料以其恐怖的外包装和一群极限运动赞助商而形成高速增长的局面。随后汉森饮料通过多种经营来化解对手的攻势。它们推出一种只在 Circle K 便利店出售的功能饮料“Joker”，一种早餐时饮用的掺有咖啡因的果汁提神饮料“伦巴”，还推出了“怪物入侵”饮料，外包装是黑灰相间的迷彩罐，上面印着“向平凡宣战”。从无到有，从有到泛滥，这一点上，用彼得·林奇的直接消费法就可以去抓一只大牛股了。

旅行乐园公司。是一家全球网络媒体公司，它出版超过 400 家旅行社的推销和特殊计划。通过各种媒体渠道拥有 800 多万用户，其中包括旅游乐园网站，Top20 电子邮件通讯，Newsflash 电子邮件警示服务以及旅游搜索引擎。总的来说，在网上旅游服务领域里，竞争是非常激烈的，而且概念多多，该公司算是超市概念的旅游平台，在确立了一定的盈利模式后，立即受到市场追捧，市值曾一度高过 EBAY，不过随后的下跌也是剧烈的，毕竟这算是一个竞争很强门槛比较低的行业，除非已经做出非常大的规模，有了很高的客户转换成本，否则很容易被模仿。

对于超级成长股来说，只要成长性消失，很快就变成周期起伏性或者稳健性股票，一般科技股容易成为周期起伏性股票，消费类股容易成为稳健性股票。

图 13.9：英特尔股价与收入增速变化

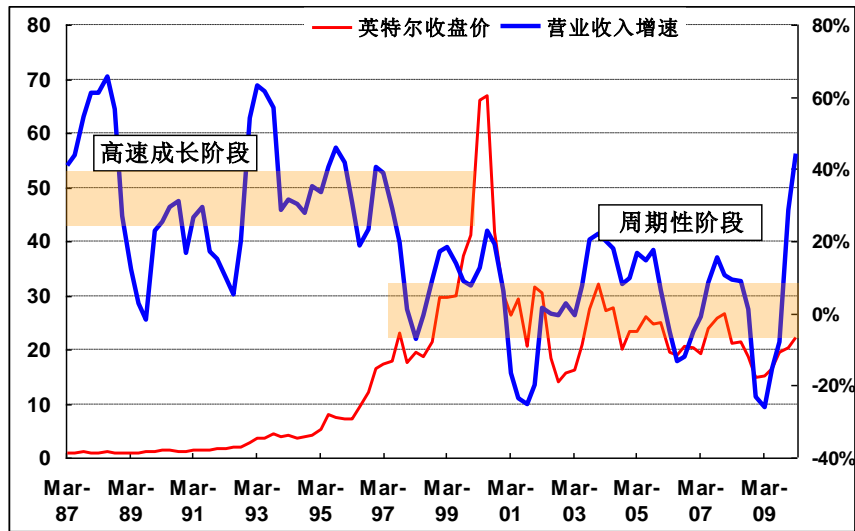


图 13.10：苹果股价与收入增速变化



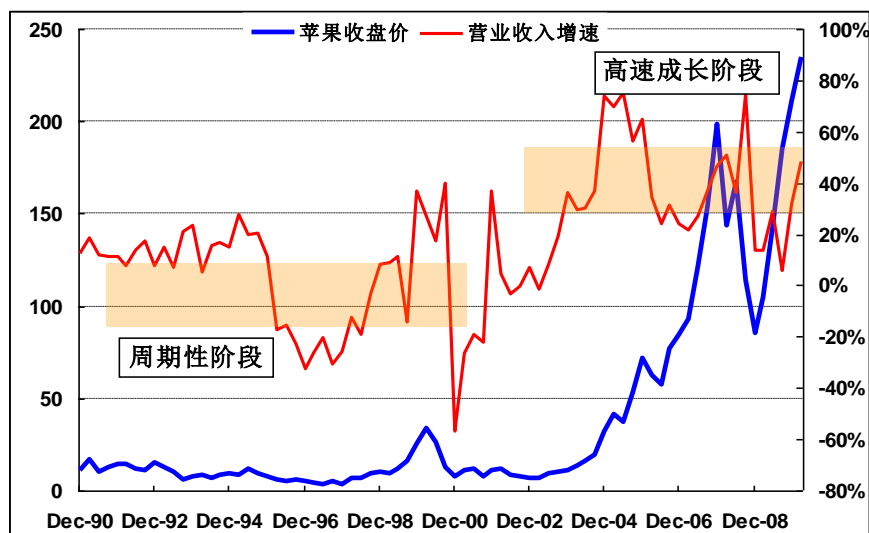
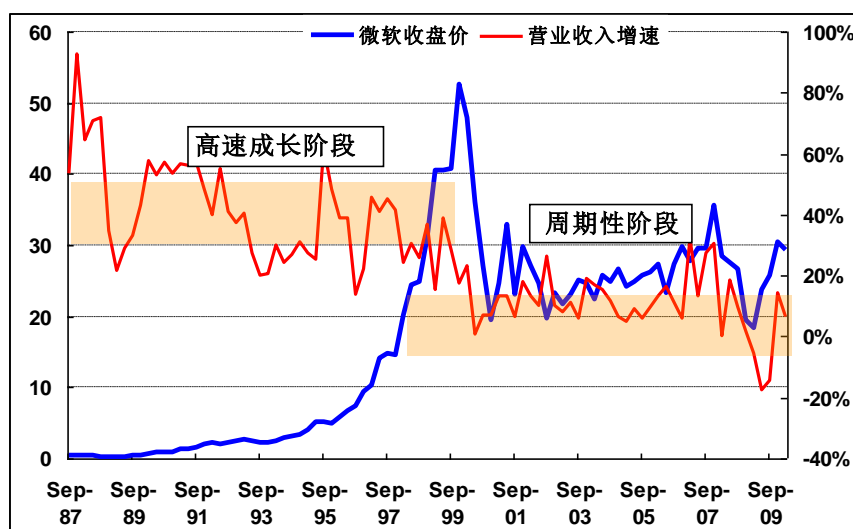


图 13.11: 微软股价与收入增速变化



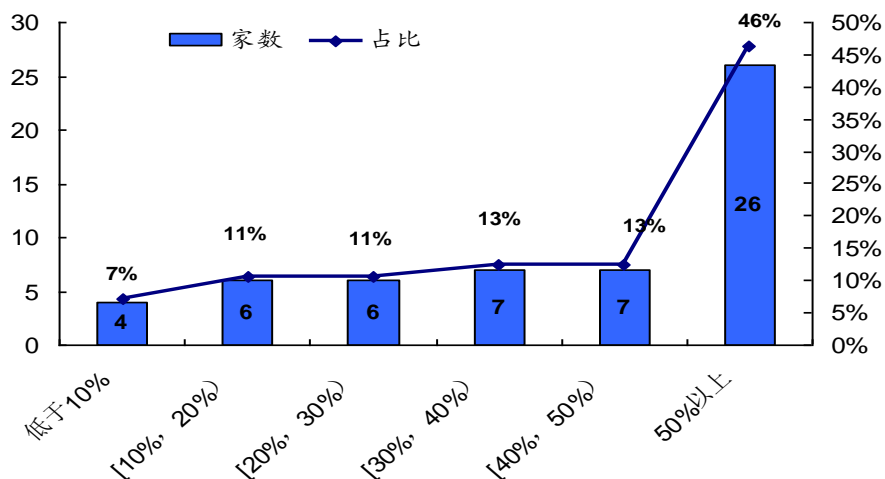
有时候成长股的历史研究也可以用指标进行量化，提供一些洞察力，我们还是选择熊市的例子，国内的熊市。漫长的熊市是 2001-2005 年，第一期是 01-03 年，第二期是 03-05 年。这些年的经验值得借鉴。尤其是熊市的第二期，也就是 03—05 年表现优异的股票特征或许可以为投资者未来选股提供思路。

03-05 年每年上涨的股票不足 20%，典型的二八或者一九现象。我找了 03—05 年 56 家涨幅超过 50% 公司（剔除 05 年上市的 2 家公司），按照 3 年净利润复合增长率、3 年平均净资产收益率、3 年平均 PE、03 年总市值/流通市值共计 4 类指标对于上述 56 家公司进行分析。得到了一些关于熊市牛股的基本结论。

（1）高成长性成为牛股最大特点。以扣除非经常性损益的净利润增长率作为成长性的衡量指标，结果发现：56 家公司中有 72% 的上市公司 3 年复合增长率超过 30%，有 46% 的公司超过 50%，高成长性是一些牛股最大的特征。

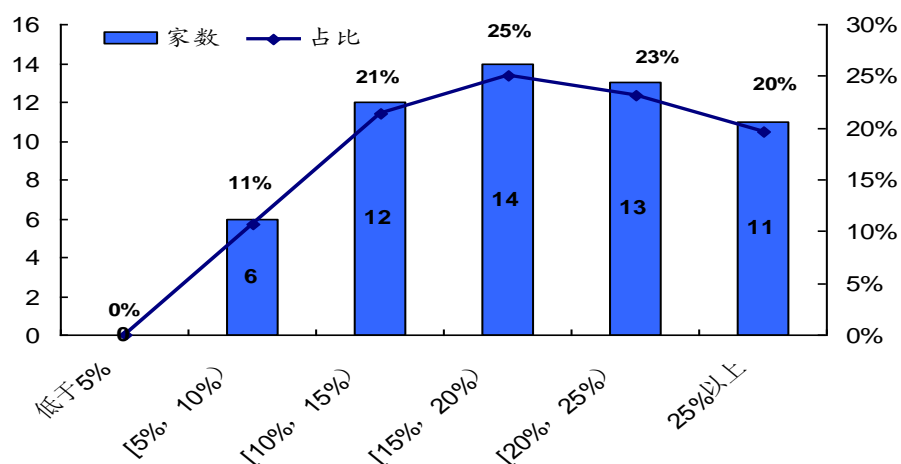
图 13.12: 3 年净利润复合增长率：72% 超过 30%





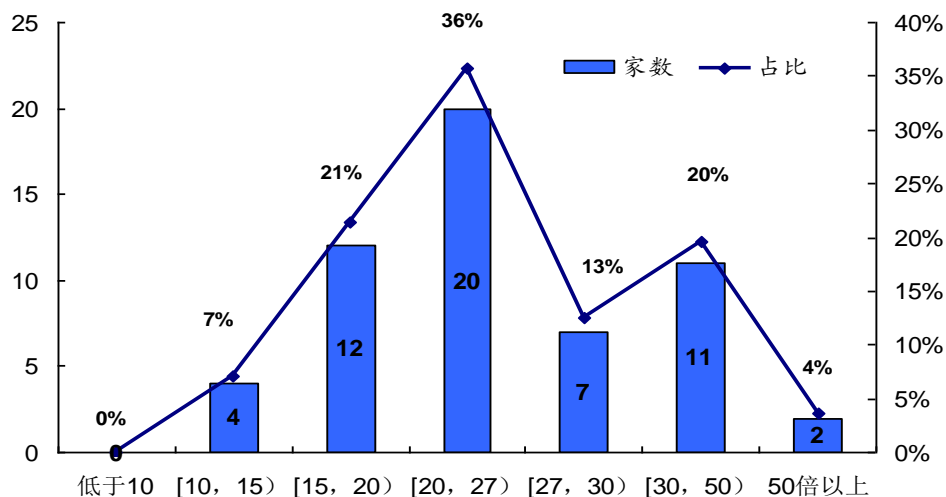
(2) 绩优是此类牛股基本特征。以净资产收益率作为盈利能力的衡量指标，结果发现：56 家公司中有 89% 的公司 3 年平均净资产收益率超过 10%，68% 超过 15%，而此三年间全部 A 股的平均净资产收益率仅为 5.9%。另外一个公司净资产收益率高也表明了公司具有一定的竞争优势。

图 13.13: 3 年 ROE 均值：89% 超过 10%



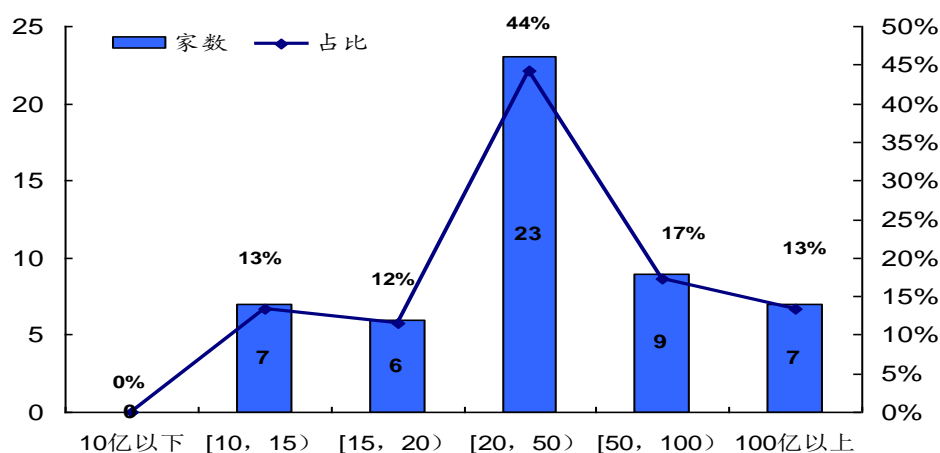
(3) 估值接近或略低于市场平均水平。以 3 年平均市盈率（年初股价/当年 EPS）来衡量这些牛股的估值水平，结果表明：64% 的牛股 3 年 PE 均值低于 27 倍（03-05 年 A 股市场的整体市盈率均值为 27 倍），并且有 70% 的牛股集中在 15-30 倍之间，只有大约 24% 的牛股估值水平高于 30 倍。

图 13.14: 3 年 PE 均值：70% 集中在 15-30 倍



（4）市值规模适中。分别以 03 年年初总市值、流通市值来考察这些个股的规模特征。结果发现：61%的牛股总市值规模处于 20-100 亿之间（整体市场比例 48%），62%的牛股流通市值处于 5-20 亿之间（整体市场比例 68%）。

图 13.15: 牛股 03 年总市值分布：61%处于 20-100 亿间



根据上面的样本研究，还是可以找到熊市牛股具有的明显共同特点。这些特点主要体现在成长性、竞争优势、市值、估值上。如果按照行业或者投资主题来看，这些股票是属于受益于消费升级（比如张裕，苏宁电器等），技术升级（比如烟台万华，中兴通讯等）的细分行业龙头股。如果按照这个标准去寻找下一轮熊市的牛股，在财务上也至少要有类似特征。

## 7、安全边际、公司治理与投资风险

即使在仔细研究了业务模式，竞争优势和成长故事，也仍然可能犯错。没有分析是百分百靠谱的，我们知道，投资不是一门精确的科学，无论你多么用功研究企业的盈利模式，多么仔细的研究数字，不辞辛苦的去调研，也不论你对公司的过去了解多少，你不能肯定它的将来会怎样，明天会发生什么永远只能猜测，你作为一个选股投资者做的是要最有把握的猜测，而不是盲目的猜测。

所以才存在安全边际的概念。你不能不管一只股票在市场上是什么价格都付钱买，因为它在市场上或许正处于一个非常高的价位，如果你支付了太高的价格，你的投资收益就会大失所望。如果你买进时股价过高，那么就算是买了全世界最好的公司的股票，也会变成最糟糕的投资。同理，如果你低价买进一支股票，哪怕这家公司基本面比较普通，也可能会成为你投资组合中的明星。

买入机会应该是在价格低于价值或者接近买入的时候，但是人们的情绪总是影响你的理性，在熊市或者下跌的时候你不敢买入，因为恐惧，在股票大幅度上涨的时候你敢于买入，因为贪婪。为了规避这种情绪化倾向，我们只有通过股票价格低于价值的时候进行买入，而股票市场价格与估值的差异就是安全边际。这个概念是由投资大师本杰明格雷厄姆普及的投资术语，基本上，取得成功的投资者都不断强调这个概念的重要性。

你在分析清楚一个企业后，决定买入的时候（特别是在对判断价值还没有经验的时候），应该注意要给一个安全边际。对于一个前景不确定的公司预留的安全边际应该大于对盈利可以预期，前景非常可靠的企业预留的安全边际。

作为投资者，我们能够做到的是坚持不懈的做好分析工作，找到成长性的公司，按照安全边际买入，估值水平是随着投资者的情绪变化而变化的，尽管长期来说肯定和基本面估值一致，这种情绪我们也曾经试图去分析，但我们仍然不能去预测市场中其他投资者怎样给一个股票估值。你可以在安全边际下买入，预期估值回到正常水平，但是你不能在已经高估的情况下预期投资者给更高的估值买入（这是搏傻理论）。

始终坚持安全边际原则对很多人来说是困难的，因为投资者担心如果今天不买，在这个股票上就永远失去了踏上这条船的机会。当然有这种可能性，不过也有一种可能就是股票因为各种原因出现下跌，尽管长期来看你仍然可以盈利，但短期被套牢的滋味并不好受。我的经验是如果你等的足够长，多数股票会出现一个相对较好的买入机会。就像没有股票日复一日的直线上涨一样，不赚钱要比损失已拥有的资金要痛苦的多。

作为一个确定的规则，股票价格不应该高于其每年平均净利润增长率的比率，也就是 PEG 比率小于 1，而对于成长很快，未来几年每年净利润超过 30% 的企业，PEG 也不能超过 1.5 倍，因为高增长速度可以使估值下降的更快。如果增长率 30% 的股票按照市盈率 50—60 倍出售，这就不是一个非常有吸引力的数字，除非市场整体市盈率有点高，毕竟高市盈率高成长的股票最终能够战胜低市盈率低成长的股票——只要这个企业确实可以保持 30% 以上的增长，这样其股票价值才会赶上目前的高价。

假定一个股票 20% 的增长率，现在估值有 16 倍，就有一定的估值折扣（安全边际），因此如果我们判断出现偏差，成长性比我们的预期稍差，那么我们买入存在一定折扣，风险也不大，而如果成长性符合我们的预期甚至超过，未来这个股票的估值可以提高到 20 倍以上，加上成长获得的收益，你的投资利润就非常可观，从这一点上，安全边际策略就是进可功退可守的策略。

因此低估值的股票总是更安全，也容易出现大牛股，而高估值的股票风险更大，除非成长性也极高。真正的价值破坏是你在 60 倍市盈率买入一个股票，预期它可以每年 60% 的增长，但是买入后发现它的增长只有 10%，结果投资者的预期大幅度下降，原来认为值得 60 倍买入，现在只给 10 倍，而成长性也不足，最终这个股票价格的下跌会非常惨烈。

这种教训是有很多的。特别是在牛市进行到一定阶段出现泡沫后。2000 年的时候，很多投资者认为只有科技股才是高速成长型股票。投资者给予科技股很高的 P/E，就在于相信科技股的未来增长是非常强劲的和非常持续的。而实际美国的主要科技股历史平均增长率（1986—2000）并没有投资者所构想的 20—30% 的增长，其实只有 9% 的增长。因此，最终投资科技股的投资者遭受双重打击的巨大损失——一方面体现在估值水平的迅速回落，一方面体现在业绩增长的不如预期。在牛市的时候，如果不牢记安全边际的原则，一旦潮水退去，还可能出现巨大的投资损失。

所有的股票都不一样，因此安全边际也就不一样。对于通常的企业，看市盈率和增长率的比较就足够了，但是有些企业不是看估值，而是看市值水平，比如 2006 年时候的泸州老窖，现金流很好，中国 10 大名酒，即使在 3 元钱的时候，市盈率看起来很高，但是市值只有 25 亿（2007 年年初则有 100 亿的市值），这与其名酒厂的地位并不合适。因此在当时也

算是有安全边际。

另外长江电力未来 5 年的业绩就比南方航空未来 5 年的业绩容易预测得多。有很强的价格谈判能力，占据优势市场份额，需求相对稳定增长的企业买入的安全边际就可以降低。而你熟悉的股票也可以降低安全边际。另外投资者为优质的企业，为高增长的企业多付点钱也是值得的。成长性可以降低风险，比如你买入的股票是 30 倍市盈率，成长性有 25%，即使股价不涨，一年后该股票的估值也会下降。

安全边际的概念使得投资者变得谨慎，但是会在别人恐慌的时候，你更乐观，在别人贪婪的时候，你更理性，当牛市进行到一定阶段的时候，你也会谨慎。安全边际也许会使你错过一个星巴克或者苏宁电器，它们有巨大的涨幅，可这两个股票的市盈率估值看起来一直都不便宜（不过，如果能够仔细对其盈利模式、竞争优势和成长性有充分把握的话，也未必会错过）。但是有了安全边际的概念，你可以躲开很多表面上像下一个星巴克和苏宁的价格但是使我们最终绝望的陷阱，毕竟星巴克这样的企业并不多，在初期辨认起来更不容易。

对于小盘股，无论在牛市还是熊市，投资者均应该首选低估值高成长类股票，次选高成长合理估值的股票，否则不如买入流动性更好的大盘股，这不仅体现了比较选股，还体现了安全边际原则。

除了安全边际概念，还要时刻关注公司治理问题，这是个很大的风险问题。研判企业的发展就是看这个企业的蛋糕能够做多大，而研判公司治理，就是看在给定一个蛋糕的情况下，投资者能够分多大份额。两者相辅相成，缺一不可。如果企业蛋糕做大了，但是小股东们并没有获得收益，甚至还被损害，这样的企业也没有投资价值。而即使企业蛋糕略微缩小，但是由于公司治理好，小股东可能获利，这样的企业在具有阶段性的投资价值。

公司治理就是研究大股东、小股东（二级市场的投资者都属于此类）和公司管理层三者之间蛋糕分配的学问。一般来说对于国有企业和大型公司来说，公司管理层和股东之间的矛盾最深（主要是大股东缺位，比如大型国有企业的公司老总级别都非常高，董事会的董事可能都是其扶植起来的，最终，公司不是国家利益最大化也不是股东利益最大化，而是公司高管利益最大化），对于管理层来说，除了管理水平的研究外，在治理问题上需要思考管理层的薪酬与激励机制，管理层是否有政府背景，管理层的经营目标是税前总利润还是 ROE 与每股收益增长（如果是前者则存在融资需求和股权稀释问题），管理层如何考虑资本成本问题等等。而对于小企业和家族企业来说，大股东和小股东之间的矛盾最深（比如，大股东不愿意辛辛苦苦经营公司来做大蛋糕，愿意通过占有小股东的利益来获利，比如通过高价收购大股东的烂资产侵占小股东利益等）。

对公司治理的判断需要考察公司治理历史、调研、读财务报告和公告、阅读各种相关报导，像侦探那样来发现蛛丝马迹与细节。信息披露也是一个重要的指标，因此需要观察上市公司是否充分的披露了变更募集资金项目使用情况；上市公司是否在信息披露后经常发布额外的报告、澄清与解释；上市公司财务报告的详细程度与及时性；上市公司的审计机构的可信度等情况。

随着企业蛋糕越来越大，下面几个涉及公司治理问题的“专题”，投资者要留意，否则成长难以体现出来。

## 1、股权激励

股权激励是公司治理范畴。我并不喜欢股权激励这个措施，主要是因为：尽管股权激励在海外很流行，但是从《优秀到卓越》一书中做的大量统计与案例研究来看，股权激励并不是一家优秀公司的必要条件；并且企业管理层提出的股权激励，要么有侵害现有股东权益之嫌疑，要么有通过调节利润为自己牟利之嫌疑。在海外，多数股权激励的结果都并不理想，也主要出在上述两个原因。

而国内还有另外的原因，对于垄断的国有企业来说，激励不激励对业绩影响并不大，而

对于竞争非常激烈的企业，激励的收益和成本基本上是差不多的，而一旦宏观经济不景气，站在现有股东的角度，激励的效果会更差。这样对股东很难做到公正。

并且很多企业做的股权激励，总体仍然是激励条件略显宽松，或许最终会形成公司管理层将与投资者博弈的格局，如果股价下跌，为了刺激股价超过行权价，公司可能释放业绩，否则，公司动力并不足。

## 2、增发再融资

巴菲特说过好的企业应该是利用现有资本为公司股东赚取超额价值，而不是要求股东不断投入。不过很多行业确实需要不断投入，否则增长就会放慢，比如国内银行业，业务扩张受到资本充足率的限制，要保持持续高增长，就必须再融资，就好比浦发银行。海外研究的结论是再融资一般发生在企业出现困境，需要股东援手的时候，比如海外银行因为次级债资本金遭受损失，不得不再融资来补充资本金。很多香港企业公司治理就很差，大股东往往将股价做高，向小股东圈钱，然后把股价在做低，低价回购股份并注销，最终股份不变，但是大股东侵害了小股东的利益。对于国内来说，证监会的监管很严，这种问题很难发生。但是如果一个企业理由并不充分的突然进行再融资，则可以表明这个企业存在公司治理问题，其股价要有一个折扣。

## 3、多元化

海外的研究表明，一个有很多不相关业务的公司的估值要比把这些业务分拆上市的估值要低 15%左右，并且业绩也较差。投资者并不喜欢上市公司多元化。一般企业不得不多元化的原因或许是主营业务增长缓慢，不得不探索新的业务。这无可厚非。但是海外研究表明很多企业的多元化往往是因为企业管理层的偏好。研究表明，股东更关心企业盈利，但是管理层更关心企业规模，因为企业规模大了，管理层往往有很多潜在的收益。一般来说，现金流过多的大国企喜欢涉足各种行业，并且研究表明这些涉足并不成功。另外，很多国内的中小民营企业也喜欢多元化。对于有这样苗头的公司，投资者要格外注意回避。

## 4、关联交易

关联交易涉及大股东和小股东之间的利益分配，大股东存在利用关联交易侵害小股东利益的风险，不过，随着监管的加深，这个问题并不显著。并且小股东和大股东还存在共赢的可能，这就是大股东关联性资产的注入。

对于业绩较差的上市公司来说，如果大股东实力较强，大股东存在将优质资产注入来支持上市公司的可能，则该公司仍然存在阶段性的投资机会。而对于优质企业来说，整体上市和资产注入更是锦上添花对股东都有利。

微观上来说，好的公司治理加上出色的成长性造就长期大牛股，比如烟台万华就是这样的企业，这样的企业并不多。从宏观上来说，中国的公司监管和公司治理在亚洲算是不错的。不过，随着中国股市蛋糕的做大，公司治理问题未来对上市公司股价的影响仍然会越来越大，随着公司行为的不断出现（比如，股权激励、再融资、资产注入等），投资者要仔细判断从蛋糕中分得多少份额。

一般来说，有些重要的治理信号值得注意，比如公司活动层出不穷。治理差的企业往往会借助频繁的公司活动来掩盖其经营陷入根本性困境的事实。许多已经出现问题的企业有一个共同的特征，那就是活动频繁：并购、配股、发可转债、向银行借贷、资产处置……花样层出不穷。小企业的并购活动更是明确的警钟，大型公司借助并购来实现非常规增长可以理解，但小公司通常离行业领导者的位置还差很远，频繁并购又是为了什么？这些并购必要吗？是不是一种掩盖核心经营困境的方法？或者是从市场圈钱的借口？对小公司来说，绝大多数并购并无效果，其收益在审计报告中也被夸大了；或者这些并购活动根本就只是一个把钱转给关联方的借口，或纯粹是圈钱的借口。除了并购和配股外，对小公司而言，其他活动也值得关注，比如从银行举债，把资产卖给控股大股东或者为旗下分支机构提供担保等。

另外，高管辞职也值得留意。会计师事务所更换是企业将要出现风险的一个信号，但实际上只有极少的个案是这样。相比之下，董事会成员或者资深高管的频繁变动往往是一个更好的指标。不仅要关注董事会成员的变更，首席财务执行官、财务总监或者投资者关系负责人等职位的变更往往也是重要的信号。

除了用安全边际防范风险，细查公司治理防范风险外，剩下的风险需要财务业务常识等基本工具去分析。

## 8、对股票进行分类

前面仅是研究，在假定具备公司分析的基本功下，对于一个股票的分析流程，但是对于机构投资者来说，面对整个市场，如何从大范围中挑选出适合的股票，这是个很重要的问题。并且面对众多的股票，投资者如果没有一个清晰的分类和筛选机制，则会显得很茫然。

挑选机制首先是粗选，粗选需要的是对股票进行分类，比如彼得·林奇、安东尼·伯顿都对股票按照自己的逻辑进行分类，约翰·聂夫算是价值股投资大师，但是其也有股票的分类方法。分类的好处就是看到一个股票，很快就可以将它放入某个类型，比较清楚的了解这个股票的基本特征。

这样，分类后，就可以把市场的多数或者所有股票归类，每类采取不同的投资方法，当然能够擅长一类投资方法就已经很了不起了。

我将股票划分成 7 个类型，股票的划分也不止是这样划分，并且这 7 个类型也不能涵盖所有股票，但是确实是最常见的一些类型。一旦你研究了一个企业，你也就差不多知道它的股票属于什么类型，并且不同类型的股票采取的投资策略也不同。

我划分的七个类型中基本都和成长有关，分别是发展缓慢类型，稳健成长类型，高速增长类型，动量成长类型，业绩恢复成长类型，周期成长类型。

销售收入和利润低速增长的企业属于发展缓慢类型股票，一般特大型企业增长速度就非常慢，很多夕阳行业、竞争激烈行业的企业也属于发展缓慢类型。这种类型的股票除非支付比较丰厚的利息，否则根本就没有必要买入。如果一个发展缓慢类型的股票估值比较便宜，很多投机者有时候就很喜欢，认为可能存在并购题材，但是如果你没有肯定的信息，最后还是回避，因为市场中有更好的股票，何必为一个发展缓慢的股票莫须有的并购题材所迷惑？

稳健成长类型的股票多数的发展速度并不快，往往小于 20%，一般在 10—16% 的增长速度，很多中大型企业属于这个类型。如果你买入这种类型的股票时机好，价格合算，那你可以赚上一笔。但是这种类型的股票稳在快前头，你很难在一年内赚取较大的利润。稳健成长类型的企业也可以规避宏观经济的不景气。因此在经济衰退的时期，这类企业也许会受到欢迎。

高速增长类型的股票是最受欢迎的类型，规模不大，但是活力很强，年成长率在 20% 或者 30% 以上，有的甚至在短期内更高。高速增长类型的股票不一定来自发展迅速的行业，白酒整体市场的成长性并不高，但是贵州茅台 02-07 年就表现出的是高速增长特征。有时候缓慢发展的行业中，有活力的企业也可以通过抢其他企业的份额获得高速发展。小型高速增长类型股票的风险是扩张过快出现资金链问题，而大型快速增长股票是生意开始不景气时会迅速贬值，或者其业务很快就过于庞大而丧失成长空间。不过只要高速增长类型的股票具有很好的业务模式、竞争优势，健康的财务状况，利润快速增长，那么这个股票的价格会出现惊人的涨幅。

动量成长类型的股票（我也称这个类型为热门动量股）是指在一段时间内企业快速增长，但好景不长，增长很快就会稳定下来。在这段时间里，该股票的表现具有很大的动量，快速上涨，而一旦成长下降，则股票价格失去这个力量。这个类型的股票很多是项目型公司，主要依靠的是好项目，但是好项目有生命周期，会快速衰败，因此如果投资者错误的把项目性公司的高盈利等于永恒的高盈利，最终会受到惩罚。国内有很多这种类型的公司。另外的一

类企业是依赖于一个不能长期持续的快速增长的需求。

业绩恢复成长类型是企业曾经面临困境，但是通过努力业绩反转的股票，这类股票一旦复苏涨幅也很大。

周期成长类型主要在一些周期性行业比如钢铁、汽车、化工的公司。周期成长类型的股票股价变化呈现大幅度波动，在长期图标上，很难看到一个持续的趋势，但是在业绩的周期向上阶段则表现会很好。这个类型的公司销售和利润增长都难以估计，尽管按照一些难以把握的规律变化。周期的强度和长度也不一样，有些周期起伏成长的股票因为行业特性波幅不大，有些则波动很大，有些是长周期品种，比如周期向上好几年，向下也好几年，而有些则很短。

周期起伏成长类型股票也受到不少投资者的欢迎，因为尽管高速成长类型的股票长期会出现很高的涨幅，但是毕竟并不多，而国内很多上市公司属于周期起伏成长类型的股票。周期起伏成长类型的股票迷人之处在于如果你判断对了周期拐点，在很短期内，股价就可以获得很大的涨幅，比如海螺水泥周期向上的时候股票价格一年多时间可以涨很多倍，而多数投资者都认为自己有这个判断能力。这因为如此，周期起伏成长类型股票很容易迷惑投资者，如果不慎在高位买入（有些投资者自以为买进了很保险的安全股票），投资者很容易亏损。因为即使一些家喻户晓的品牌企业也属于周期起伏类型的股票，比如福特汽车，或者上海汽车。

周期成长和动量成长的差异在于，动量成长是因为某个契机才增长，一旦没有了这个契机，可能长时间没有增长或者缓慢增长，而周期成长则是周期性业绩大幅度波动，而这个周期的拐点判断则需要非常专业的知识，或者宏观的知识。

还有类型我称之为投机股，就是没有业绩，没有业务，没有诚信的公司，很难分析，这些股票基本应该被排除在外，即使出现较大涨幅也并不值得为丧失机会而痛心。

很多著名投资者还喜欢一类叫做资产隐蔽类型的股票。这类股票是指你知道它的确切资产，但是市场多数人并没有注意到，买入要么通过退市来实现价值，要么通过被其他投资者也认识到逐渐实现价值。

这种资产可能是一笔资金，也可能是房地产，甚至其他资产，我看过一个投资故事，讲一个投资家去一个英国小纺织企业调研，这个企业有几百年的历史，是上市公司，业绩很一般，但是他发现在纺织车间里挂了很多画，这些画的价值远比这个企业的价值高，他 1000 万英镑把这个企业的所有股票买了，然后画卖了 2000 万英镑，再把这个企业以 500 万低价轻松的转卖。随着中国股票的全流通，这类投资机会也会很多，因为尽管一些企业盈利能力很差，但是其多年攒下来的家底也很丰厚，一旦抓住了这类企业，剩下的只是需要耐心了。

以上的类型划分很粗浅，举例子也不够。并且就像人生是充满变化一样，人性是很复杂的，也不可能把人简单的分为好人或者坏人，并且人性也在变化。股票也是这样，投资不是毫无关联的事件，一个股票就像是一部情节连贯的小说，有的是非常枯燥，有的是非常精彩，有的是一段事件精彩，一段时间枯燥。你也需要不时往回翻以理解新的章节，只要一个企业没有破产，故事就不会结束。某只股票你 10 年前曾经研究过认为是业绩恢复成长类型股票，但是现在由于一些机缘，也可能变成高速成长股。

对于一个稳定成长的股票，你梦想它短时间内出现巨大的涨幅是不现实的，持有一家高速成长类型的股票仅赚 50% 就急于抛出也非常不明智。对于周期起伏的股票想做长期投资也难以获利，只能把握周期向上的那段成长。

在大范围处理股票的方法中，把股票分门别类仅是第一步，但是是必须的一步。

## 9、对股票进行排序和定位

大规模股票筛选不仅需要分类，还需要排序和定位。很多投资者是看研究报告，凭感觉去排序。其他的方法则有根据财务业务估值等指标进行筛选排序的，在这方面研究最出色的

一本书是《华尔街股市投资经典》，比如可以用三个指标就可以把上市公司大规模筛选，选出基本符合要求的标的。

排序的方法，应该采取的是寻找几个坐标股票，其他股票按照评价标准来判断与坐标的距离。你看到一个 XX 电力股票，你要和相关标杆股票进行比较，比如长江电力去比，然后看这个股票离长江电力的“距离”有多远。

对于行业内股票的定位，我认为选择行业内龙头或者独特的股票，其他的不用看。大规模模型筛选可以是初步的，但是要进一步精确，必须一个行业，一个行业的去做功课。比如，平时没事，我就这么做。排序和定位后，才进一步深入研究标的股票。

比如，我 10 年年初研究了医疗器械股，实际上 08 年下半年我就研究过，比较喜欢鱼跃医疗。《股市真规则》一书认为医疗器械行业是个很好的行业，主要是公司均具有高端技术，并且因为行业安全原因，不是谁都可以进入，因此已进入的企业可以获得很高的利润率同时也可以保持优良的成长性。考虑到中国未来 20 年人口持续老龄化，医疗器械公司确实值得关注。不过 A 股上市的医疗器械公司只有 6 家，很稀缺。

表 13.4: 医疗器械公司一览

股票代码	股票名称	市值（亿元）	主业	营收数据
600055	万东医疗	27.7	X 射线诊断设备	6 亿收入，3000 万利润
002223	鱼跃医疗	59.1	血压计、听诊器的基础医疗器械	5 亿收入，1 亿利润
600079	人福科技	71.4	安全套，麻醉药（主要利润贡献）	安全套收入 1.5 亿，总净利润 2 个亿
600587	新华医疗	23.1	消毒灭菌，放射医疗和数字诊断设备	10 亿收入，5000 万利润
300003	乐普医疗	193.1	冠脉支架	6 亿收入，3 亿利润
300030	阳普医疗	22.2	真空采血系统	1.3 亿收入，2500 万利润

医疗器械分成三类，高端，低端面向消费，大型设备。其中，鱼跃医疗、人福科技和阳普医疗属于低端消费类医疗器械（如果把安全套也当成医疗器械的话），三公司业务的增长性都不错（比如，老年人都需要血压计来测血压，去医院体检则需要更多采血系统，性安全意识提高使得安全套销售稳步增长），不过让人沮丧之处是鱼跃医疗和阳普医疗按照 2011 年市盈率计算都超过 40 倍，估值有点高了，而人福科技的主要盈利在于麻醉药，目前基金大规模介入人福科技也主要是因为其麻醉药，而安全套生产和销售的竞争很激烈，其并不属于一线品牌，利润率受到压制。

对于大型设备来说，万东医疗和新华医疗盈利能力都较差，主要是其设备的竞争对手都是外资企业，竞争优势明显，而该两公司都是国企，管理效率很低，难以释放出业绩。这两个股票的投资机会在于存在并购题材，或者阶段性业绩略微改善的中短期投资机会，比如新华医疗 09 年因为换股东，业绩可能有较大提升。

目前 A 股唯一的一家高端医疗器械公司是乐普医疗，其从事冠脉支架业务，用于治疗冠心病的心脏介入手术。目前能从事该领域的公司非常少，属于典型的寡头垄断行业，并且一旦一个医生选择了用乐普的产品，就不会轻易换掉，客户锁定性也很高，唯一不足之处是做该手术的医生人数不足限制了行业高成长性，目前每年稳定 30% 左右的成长。这是可以长期关注的公司——兴业证券医药行业研究员最近撰写了一篇长篇报告《乐普医疗：黄金行业的明星企业》，一句话道出该公司的优异价值。另外该公司股权有奇特之处，第一大大股



东是国有企业，但是总经理作为核心技术人员持股比例也很高，占总股本有 14.89%，因此大家互相制约，公司不会出乱子，当然相互制约也很难有大出息。同样，这公司目前市值 193 亿，过大，已经透支 2011 年业绩，目前的投资建议只能是耐心等待。

通过简单的比较和基本业务判断，很容易就可以把这些股票进行一个排序和定位。同理，医院股我也研究过。因为看好医疗产业，所以把制药的，卖药的，看病的各类股票都细分研究了。首先我思考的是投资医院赚不赚钱。从公开数据来看，投资一个大型医院，比如北大国际医院投资规模超过 12 亿，长安医院投资规模超过 8 亿元，先期投资过大，即使一般性的专科医院，自建也需要投资五六千万，收购则至少翻倍。而医院（除了全国知名医院外）仅覆盖周边的生活人群，医生和床位有限，因此一个医院可能建立后第一年亏损，第二第三年略赢，然后进入成长期，几年后稳定成长，达到一定规模则很难成长，管理不善可能还出现问题，比如曾经的肿瘤医院股万杰高科后来也不得不变成了地产股。医院这种商业模式长期来看有点像收费公路。首先要高投入，然后获得一个稳定的长期回报，但不具备长期高成长性，仅对稳定业绩和现金流很有帮助。

目前上市公司具有医院概念的股票有如下几个：通策医疗，爱尔眼科，ST 长信，三九医药，诚志股份，永鼎股份，西南合成。

表 13.5：医院股一览

股票代码	股票名称	市值（亿元）	医院情况	营收数据
600673	通策医疗	18 亿	杭州口腔医院连锁	1.6 亿收入，2000 万利润
300015	爱尔眼科	60 亿	眼科连锁专科医院	5 亿，8000 万利润
600706	ST 长信	7. 5 亿	长安医院	8000 万收入
000999	三九医药	226 亿	脑专科医院	2000 多万利润
000990	诚志股份	43 亿	丹东第一人民医院	1.6 亿元
600105	永鼎股份	33 亿	苏州永鼎医院	1.1 亿元
000788	西南合成	44 亿	拟注入北大国际医院	未公布

其中，ST 长信，三九医药，诚志股份，永鼎股份，西南合成的医院并不是主业，值得研究的仅有口腔医院连锁的通策医疗和眼科连锁的爱尔眼科。长期来看，随着老龄化和对健康的关注，居民对口腔和眼睛的关注持续增长，不过口腔医院由于投入的原因，进入壁垒不如眼科医院，同时短期年轻人对近视以及老年人对白内障的关注度远远高于对牙齿的关注度，牙科的发展可能需要更长时间，并且目前国内牙科连锁有多种模式竞争，通策医疗采取收购杭州口腔医院和宁波口腔医院的模式试图连锁发展，这种模式发展不稳定，因为收购谈判随机性强，成长更不确定，这从这两年通策医疗业绩持续低于所有研究员预测就可以看出来。

真正形成连锁，并且有一定壁垒且形成规模优势带动业绩持续增长的仅有爱尔眼科一家上市公司。其特色在于“三级连锁”，指在“统一形象、统一管理、统一采购、统一配送”的基础上，将公司控股的各连锁医院按照区位、技术、战略和资源整合能力的不同划分为三个不同的层级，临床及科研能力最强的上海爱尔作为一级医院，定位为公司的技术中心和疑难眼病患者的会诊中心，并对二级医院进行技术支持；把具有一定规模和较强临床能力、位于省会城市的连锁医院作为二级医院，定位为着力开展全眼科服务并对三级医院提供技术支持；把建立在地市级城市的医院作为三级医院，侧重于眼视光及常见眼科疾病的诊疗服务，疑难眼病患者可输送到上级医院就诊。

这个盈利模式带动过去几年爱尔眼科的高速发展，不过其募集资金拟投入 15 家左右二级医院，09 年亏损，10 年才略微盈利，真正高速成长得在 2011 年以后，即使假设 2011 年 1.5 亿净利润，11 年市盈率也有 40 倍，估值并不便宜。

大行业更多是自上而下的机会，从自下而上来看，我喜欢研究小行业，比如家纺行业从

09 年开始几个重要的行业龙头纷纷上市，比如梦洁，罗莱和富安娜。这个行业属于消费品行业，未来几年是不是具有投资价值，以及这些公司价值如何排序就值得研究。

从行业来说，家纺行业具有季节性，旺季是秋冬，春夏是淡季，但是并不算新兴行业，看不到爆发性增长和大变局，唯一一个变动在于床上用品从单纯的铺铺盖盖、遮遮掩掩等实用功能，逐渐向装饰、美化、保健等多功能方面发展，谁在这方面做得好，谁占据优势。

从成长性来看，近五年我国家用纺织品行业产值年复合增长率约为 18.25%，2008 年家纺行业全社会口径产值达到 8800 亿元，同比增长 11%。这主要归功于过去几年中国的城市化进程和婚礼和节庆消费。比如城市化率每提高一个百分点，就会新增城市人口约 1500 万人。中国的城市化水平已从 1990 年的 19% 发展到 2008 年的 46%。城市化的一个指标是房地产销售，因为买了房子后就有可能买家纺。另外，过去几年每年中国结婚人数近一千万对，以每对新人消费 2000 元计，婚庆市场就有 200 亿，结婚高峰期要在 2012 年后才结束。因此这之前行业成长性不错。

从竞争的角度看，很激烈，据统计，全国家用纺织品企业 2 万多家，行业集中度很低。年产值 1 亿元以上的企业只有约 50 家。不过低档产品（通常售价在 300 元以下）之间趋向同质化竞争；中高端产品（通常售价 800 元以上）竞争环境相对宽松。就目前的现状而言，家纺行业没有划分明晰、占据绝对优势的品牌。因此为行业领先公司也提供机会。

家纺行业的价值链主要集中在设计环节、印染环节、库存环节、品牌和渠道环节。在这五个环节中，设计和印染环节强调了产品的差异性，库存强调了公司的管理能力，而品牌和渠道则强调的是销售能力。因而可以从这三个方面筛选公司。由于家纺行业大部分生产的是同质化产品，只能简单的分出低中高档，因此做有自己特色的产品在家纺行业至关重要。目前上市的三家公司罗莱的特色在于新材料、新功能型以及睡眠系统产品；富安娜的特色在于艺术家纺，花型设计和印染技术。

综合来说，罗莱家纺最优。罗莱家纺采用代理方式多品牌营销，自有品牌只有罗莱一个，三个代理品牌：澳洲的雪瑞丹，走高端奢华路线；尚马可，走年轻化路线，价位相对较低；迪士尼是儿童路线。梦洁家纺采取自有品牌建设。除了“梦洁”以外，还有“寐”（非常高端），“梦洁宝贝”。富安娜采用多品牌直营策略，其中“富安娜”（中高端）、“馨而乐”（中端）、“维莎”（高端）、“圣之花”（大众）、“劳拉夫人”（网络）五个品牌。从销售来看，富安娜销售费用率最高，曾一度接近 25%，而罗莱家纺只有 15%。说明直营模式并没有给富安娜带来最终的利润。罗莱的销售终端最多，其次是梦洁。从趋势上看，三家公司的直营比例逐年升高，但经营思路和未来重点仍有不同。富安娜增速明显快于其余两家，募投资金用于建 180 家直营店；罗莱仍以加盟商为主要扩张方式，直营只是为了更好的带动加盟店；梦洁拟增设直营终端 95 个，整改已有店面 100 个。

总的来看，罗莱家纺未来三年每年 30% 增长可期，目前估值算是合理，如果市场出现调整算是买入机会，不过增长空间不大，持有两年，能获得 30-50% 的收益吧。

**表 13.6: 家纺股一览**

股票代码	股票名称	目前市值	10 年利润	11 年利润	12 年利润
002293	罗莱家纺	73 亿	2 亿	2.5 亿	3.2 亿
002327	富安娜	43 亿	1.1 亿	1.45 亿	1.69 亿
002397	梦洁家纺	未上市，按发行价 32 亿	0.93 亿	1.18 亿	1.47 亿

上述的简单定位和排序不需要花很多时间，就是平时勤快就好，定位后，中意的股票则需要深入的研究。对于大行业来说，排序和定位逻辑方法一致，只不过需要花的时间更多。

**10、选股组合的一些问题**

上述只是个股分析和大规模筛选的方法，选股体系是一个五维空间，它需要回答：选择什么股票买入，以及为什么买入这个股票？这个股票上涨的空间有多大？持有股票多长时间？选择这个股票出现错误的概率是多少？买多少股票？等等。

对于一个选股型投资者来说，如果将其投资收益归因分析，60%要归功于选择股票，40%是其他因素。这些因素包括体制因素、心理因素、构建组合的因素等等。

比如心理因素，我们前面反复在说，如果你拿不住股票，选择出再好的股票也没用。体制因素是对于机构投资者来说的，比如好的选股者是挑选几个研究最透的股票集中持有，但是基金经理不行，即使擅长选择股票，但是必须买入很多种股票（体制要求），而很多股票可能并没有深入研究。某种程度的分散投资的确可以分散风险，聪明的投资人不会把所有的蛋放在同一个篮子里，但如果分散投资程度太大，会束手束脚。他有时可能还不如一个普通的选股者获利高。在这方面普通投资者比基金经理有更灵活。

这里还要谈谈选股组合的因素。你的选股组合拥有多少股票应该取决于你有多少优势，和市场提供了你多少机会。仅仅为了多样化而去买入大量自己根本不熟悉的公司是毫无益处的。持有和研究股票就像是养育孩子，不要超出力所能及的范围。普通投资者大概一段时间最多关注 10—15 只上市公司，一般是 8—12 只，一个行业研究员也就是关注这么多上市公司。而买入的股票组合，对于小资金的普通投资者 3—5 只股票是应该的，随着资金规模的扩大，可以多增加一些，但是即使是非常大资金的普通投资者，比如一个亿，也不应该同时持有超过 10 只股票。当然也不要仅仅拥有一只股票，这非常不安全，一方面是你存在犯错的可能，另一方面是只选择一只股票，如果市场在上涨而你的股票不涨，你会疯掉。

也不要买最近特别热门和最近涨幅巨大的股票，千万要知道，热门总是在变，因为热门而买入股票，而如果这个热门很快不再流行，你会长期套牢。对于多数投资者，不要买入没有盈利的企业，总有比它更好的企业在，很多周期类股票即使不景气的时候仍然可以盈利，这样的企业就比在周期不景气时候亏损的企业更好。也不强迫自己一定要买入股票，如果你发现你看中的股票估值都非常高，没有安全边际，最好是等待，或者继续寻找新的股票，市场总是提供买入机会，也总是有机会。

假如你研究 10 只股票，觉得 3 只有把握，但是难以进行更精确排序，则可以三只都买，这样的好处在于你认为可能最有把握的股票涨幅不大，但是另外一只却给你带来惊喜。此外，多持有几只股票，你可以更灵活的周转资金，比如一个本来在你组合中仓位是排第三的股票表现很好，使你的信心增强，则可以将其调换成仓位最大的股票。

组合中股票的比例很难精确确定，没有完全合适的方法来确定你股票组合的风险和收益各占多大比重。一般来说，按照你排序的排名来赋予权重，或者平均给予权重。选择出来的股票要避免相关性，比如持有三只股票，但是都是银行股或者都是地产股，这样投资的做法并不恰当。

你的选股组合需要定期检查，按照月度或者季度的检查是恰当的。很多投资者喜欢自动卖出正在上涨的股票而保留股价在下跌的股票，这和拔掉鲜花给草浇水没有什么两样，而另外有些人自动卖出输家而保留赢家，这样的效果也不怎么样。这种组合调整维系于股价的一时变动，违反了前面说的卖出股票的规则，基本面才是需要考虑的因素。

除了组合构建方面外，投资者需要：核查股票，增强持股信心，卖出股票。

**复核。**尽管基本面的变化并不快，但是确实总在变化。因此你要努力核查你持有的企业基本面是不是有大的变动，买入理由是否还存在，是否到卖出的时候，股票是不是还属于你原来认可的类型。公司为增加受益做了那些努力，等等。如果公司情况变得更好，你可以增加投资，如果情况变得稍差，你可以减少这个股票的投资，如果情况还是依旧，则保持投资。千万记住不要爱上投资组合中的股票，这种情形非常危险，因为基本面也总是在发生变化。

下面是一个投资者在瑞贝卡 06 年半年报出来后的核查：

瑞贝卡半年报业绩情况：公司 06 年上半年实现销售收入 5.92 亿，同比增长 45.96%，利润总额 0.72 亿，实现净利润 4862 万元，同比增长 29%；每股收益 0.31 元，每股经营活动现金流量 0.19 元。其中，第二季度单季实现销售收入 3.25 亿，同比增长 40.69%；净利润 2787 万元，同比增长 19.05%。应该说公司取得了不错的经营成果。

以下是通过阅读半年报查看公司是否努力为投资者创造利润。

整体上看，人民币升值因素仍然对公司业绩有不小的影响。上半年公司的汇兑损益达到 941 万，占到了销售收入的 1.59%，占当期净利润比例为 19.35%，足见升值因素的影响之大。而汇兑损失也使得公司的财务费用率从去年同期的 2.3% 上升到本期的 3.34%。另外，管理费用率大增，估计研发费用增加不少。管理费用率从去年同期的 2.47% 上升到本期的 3.53%，不过考虑到公司正在进行的一系列研发项目，估计其中研发费用的贡献不小。因此，还不需要对此感到特别的担心，因为这对公司的长期竞争力有着决定性的影响。

**表 13.7：公司费用变化（从财务报表可以计算）**

%	06 年上	05 年	05 年上	04 年	03 年	02 年
期间费用率	7.99	9.14	7.16	7.48	8.26	6.11
营业费用率	1.12	2.5	2.38	2.36	2.46	1.14
管理费用率	3.53	3.6	2.47	2.39	3.12	2.19
财务费用率	3.34	3.04	2.3	2.72	2.68	2.78

从成长指标来看，公司的市场份额提升，饱满的订单部分抵消了升值的影响。在二季度公司的销售收入也取得了 40.69% 的大幅增长。当初投资者以为在公司已经超负荷运转的情况下无法实现二季度收入的大幅增长，但是，看来劳动密集型产业产能的弹性确实很大。在销售收入大增的情况下，虽然因为人民币升值因素出现了 941 万的汇兑损失，但公司的净利润仍然取得了 29% 的增长。而且，如此大的收入增幅主要是来源于美国市场（同比增幅为 53.36%，远高于 40.69% 的平均增幅）。美国发制品市场作为一个整体而言不可能有这么大的增长，可能的解释也就是公司在美国市场上的份额提高了，订单在向优势企业集中。

在应对人民币升值的压力下，公司营运能力指标出现全面好转。从各项营运能力指标的同比来看，所有的指标都在好转，而且幅度都很明显。可以认为这是因为公司为了缓解人民币升值的影响而采取的有效措施，加强了存货管理和应收账款管理的结果。既然公司有能力和采取相应的措施来缓解人民币升值的压力，应该对公司的未来更有信心。

**表 13.8：公司历年营运能力指标**

次	06 年中	05 年	05 年中	04 年	03 年	02 年
存货周转率	1.03	1.52	0.78	1.74	1.58	1.86
应收帐款周转率	4.02	7.65	3.81	9.82	8.8	6.1
流动资产周转率	0.77	1.2	0.58	1.28	1.22	1.51
固定资产周转率	2.99	4.82	2.44	5.98	7.2	10.07
净资产周转率	1.15	1.76	0.89	1.79	1.89	3.34
总资产周转率	0.59	0.91	0.44	1	1.01	1.28

另外，公司现金流状况也有了一定改善。06 年上半年，公司的经营性现金流量达到历史最好水平，这其实和上面的营运指标的改善是密切相关的。

**表 13.9：现金流量数据**

百万	06 年中	05 年	04 年	03 年	02 年
经营活动净现金流	29	29	12	-43	1

投资活动净现金流	-21	-26	-83	-75	-10
----------	-----	-----	-----	-----	-----

对下半年的展望与核查后的建议：看来公司下半年及以后的情况会更加乐观，而今年全年的增长将超过上半年。首先，新建的 400 万条工艺发条和 300 万条化纤发生产线将在 9 月份建成投产。这将缓解公司的产能瓶颈问题，对于四季度和明年的增长提供了条件。其次，今年上半年和去年相比，多了人民币升值因素，因此，增幅较小可以理解；而去年下半年已经存在人民币升值问题了，导致了下半年较差的表现，因为基数较低，今年下半年将取得好于上半年的增长。另外原材料项目将为公司股价提供强大的支撑。

鉴于公司可见的未来高成长，给予公司 25-30 倍的市盈率是合适的。毕竟，和某些没有业绩，只有概念支撑的消费类股票相比，公司的业绩是实实在在的，业务也是独特的。而且目前公司业绩增长的预期越来越趋于明朗，因此，出现高估值也是可以理解的。对瑞贝卡来说，核查完毕后应该继续持有。

**焦虑和持股信心。**增强持股信心的问题，主要在于明明知道一个股票未来会很好，可是由于股票价格突然下跌，或者因为某个新闻与消息说这个企业不好了，就夺路而逃，卖出了股票，卖出后就后悔了。很多投资者买了股票后，总是为这个股票担心，涨的时候操心，跌的时候也操心。另外有研究发现，多数投资者卖股票多数发生在星期一，这个现象非常值得关注，因为周末有充裕的时间闲聊或者看了些“可怕”的新闻，很容易就产生了焦虑，然后卖掉了自己的股票。

“感觉”这东西非常奇怪，股市涨了 1000 点后，股价看起来并不便宜，可是很多投资者感觉股市会更好，而股市跌了 1000 点后，股价普遍便宜的时候却感觉股市会更糟。坚持信念跟选股不应该相提并论，但是后者的成功依赖于前者。你也许是世界上最好的财务分析专家，但是如果没有信念，你也会相信那些消极的报道。

在周末，投资者有时间来思考从媒体上得到的令人沮丧的新闻，毕竟好消息的新闻性比差消息的新闻性弱，因此我们总是看到这样的新闻。全球变暖，经济衰退，通货膨胀，穆斯林原教旨主义，有组织的犯罪，丑闻，等等。你可以对自己说，下次我不会理会那些坏消息而卖出股票，但是由于每次的消息都不一样，要想做到对消息不理不睬现在真是太困难了。

我的一个朋友在 2001 年持有的贵州茅台，被套牢了也坚决不出，后来上涨获利了，可是一天没来由就把股票卖掉了，我记得他在 2001 年的时候说要持有 5 年，因为他对这个股票研究的很透。卖掉的理由是周末在家读报纸，报纸上说白酒危害健康，以后越来越少的人喝酒了。他整个周末都在焦虑，周一立刻卖掉了股票，长出了一口气，可是他之后一直都在后悔。有研究表明，有决策流程的机构投资者在买卖程序上要优于普通投资者，但是在持股焦虑上，所有的投资者都是人，都一样会犯错误。职业投资者有专家同行不时的吹风（比如说，研究员会说，已经上涨这么多了，估值已经高了），而普通投资者则有朋友、亲戚、股评家和新闻媒体的各种关于金融的报道施加影响。很多情况下是说“不要太贪心”的朋友的忠告害了你，你卖出看好的已经涨了的股票，然后不小心仓促买入了另外一只股票，而这支股票容易令你损失。每天股市都有各种各样的信息，今天说管理层可能要干预股市，控制流动性的传言，明天又有加息传言，后天还有 GDP 增长数据的信息，你每天面对的各种信息也极大的影响了你的判断，而这些信息实际上根本不能让你判断一个股票的“价值”，只能增加你的焦虑。

在市场赚钱的关键是不要被吓倒，很多是事件性风险，属于短期影响因素，一定要区分出来，这一点如何强调都不过分。决定投资结果的是耐心和忽略这些事件性风险。比如，2006 年 9 月份，某位市长被捕了，我的一个敏感的朋友说房地产股票将迎来大转折，这些股票都将要走上漫漫熊途，本来他持有很多万科，全部卖掉了，焦虑情绪没有了，可是很短时间万科的股票就涨了不止一倍。

很多情况下，你买入股票的时候想得很清楚，但是很快就忘记了这个理由，各种传言和不相干的信息新闻逐渐进入你的脑海，开始焦虑你的神经，最终使你犯错误。

我认为这是因为投资者缺乏信念。我把股价的变动分为事件性小变动，受经济与市场环境影响的中级变动和大变动三种情况，事件性小变动每天，每周都在发生，股价的日常波动就受这些小事件的影响。事实上，有时候股票价格的变动还会受到研究人员写的研究报告的影响，特别是大牌分析师。即使这种报告不准确，但是也可以短期或者一定时期反映到股票价格上。比如，一个专门分析微软公司的著名研究员曾经某一天在分析报告中称微软下一季度的业绩将下降，结果第二天股票价格下跌 6 元。可是其后一天，该分析师又称昨日低估了微软的盈利，股票价格又上涨 3 元。股市上这种波动现象比比皆是，并不值得担忧。

我们通过选股分析就是把握一个股票的长期趋势，因为明天的温度我们难以测量，但是一年四季的气候我们很容易就说出来。有时候，某些难以预计的因素导致市场下跌，这是不可避免的，这时你研究的股票再次成为便宜的股票，正可以买进。

一旦你产生焦虑情绪，看看这个企业的基本面是不是真正发生了变化了，你的买入和持有理由是否已经失去了。如果没有，那么你就不要受一个小事件情绪的影响，多看看更大的画面。如果遇到股价无缘故下跌，只要对基本面还有信心，在合理的估值内，股价应该不会调整到主要均线，另外，在合理估值内，短期大幅度上涨，然后出现 30% 以内的调整也是可以接受的，并不值得焦虑。

**组合调整。**巴菲特说最好的股票就是永远都不要卖出，但是世界上没有那样的股票，任何一个股票均是美女加野兽的共同体。你不能只看到它美丽的一面，也要注意它风险的一面，并且一个公司基本面也是不断变化的，因此投资决定是在仔细权衡之后才能作出。

因此，持股的一个错觉就是时间性。市场上流传太多的神话，比如某某老太太生病住院几年，一出来发现自己的股票已经上涨无数倍。还有另外的神话是如果 100 年前买了一百股的通用电气，现在已经是获利上万倍等等。好像买了股票最好是一直持有。市场上也流传着《死了也不卖》这首歌，正是这个想法的写照——认为：只要任何股票持有足够长的时间，都能够赚到大钱。

可是这个想法早在多年前我的一个日本同学那里就被质疑了。他是 1990 年进入日本市场的，当时信奉的就是巴菲特大师的长期投资理念。结果我认识他时是 2000 年，他已经亏损惨重，现在又过了这么多年，他的投资组合总价值估计已经只有 1990 年时候的零头了。没有办法，他开始投资的这些年是日本持续衰退的时代，他选择的股票也并不符合巴菲特的标准。

实际上，投资者过于看中某些股票长期持有获得暴利的的神话，而忽视了很多股票的风险。我举个例子，100 年前美国股市上市的多数都是铁路股票或者汽车类股票，如果你随便买入一个铁路股票，不用持有 100 年，你可能在几年之内就破产了，因为 1000 多只铁路股其后存在下来的只有几个，汽车股也一样。你投飞镖选中通用汽车或者福特汽车的概率还是很低的（假如你不做一些“出色”的基本面分析）——尽管我们事后都知道，只有通用和福特等几家公司存活了下来。

当然，从正常的投资心理学来说，多数投资者持股时间最多就两年（无论涨跌）。一般情况下，你选错一个股票，该股票不幸下跌，第一年你还忍得住，相信自己是长期投资，但是第二年开始做噩梦，对这个股票越来越不满意，等股票稍微反弹，你就会卖出去，然后再也不愿意想起它。或者即使你选对一个股票，持续上涨，第二年只要股票出现调整，你都有为了保存收益而卖出的强烈冲动。这是人性使然。

知道何时卖出一只股票，比何时买入股票重要。但是我们时常是卖出盈利的股票太早，持有赔钱的股票太久。关键是要定期持续的关注你持有的企业，对企业的关注要胜过对持有的股票的关注。

当你考虑卖出股票的时候，需要仔细考虑以下几个问题。

1、你是否犯了某些错误。你在第一次分析这家公司时是否遗漏了某些“重要”因素。比如你认为企业业绩要反转，但是取得的好转比你预想的难度大，程度低。或许你原来认为公司成长性很高，但是发现企业面临的竞争更加激烈，高估了企业发现新增长点的能力。无论是什么因素，总之，你买入这个企业的核心理由已经不存在了，股票就不值得持有了。

2、基本面恶化了吗？经历了几年的成功后，你买入的公司的成长速度慢了下来，公司还需要一段艰苦的时光才能发掘出新的增长机会。如果各种迹象表明，公司相对过去的一贯表现已经实质性变差，到了重新评估其未来发展前景的时候，也是应该卖出股票的时候。

3、股价已经高出它的内在价值太多？当市场在一种十分乐观的情绪下振作起来，投资者都不计成本的抢入股票，其支付的价格远远超过股票真实价值的时候。要问问你自己：股票的市价比你对这个股票的估值高多少。当然你不应该仅因为股票价格有点高了就卖出优秀的企业，比如一个企业 40 倍市盈率，但是未来几年每年成长性也超过 40 倍，而你从 15 倍就开始买入这个股票的，现在你仍然可以持有，但是如果估值异乎寻常的高，即使是最好的公司也应该卖出。一个好的例子是微软，它在整个 90 年代（除 99 年以后）都没有高估，估值一直都在 25—35 倍市盈率之间，但是每年的业绩成长性要远超过 50%，甚至 100%，因此每年的股价涨幅都超过 100%。因此 10 年间微软股价大幅度上涨，但是并不值得卖出，到了 2000 年后，微软的估值提高到 60—70 倍，但是业绩反而逐渐下降，这才是考虑是否卖出该股票的时候。

4、找到了更好的投资对象？作为一个投资者，你应该不断的寻找相对于风险有更高回报的机会来分配你的资金。如果你已经满仓，并且发现了一个前景更好的股票，就应该卖出一个你认为未来不如它的企业，即使略微亏了点钱，也没有什么可惜的。不过真正的问题在于，你对这个前景更好的企业有更大信心，否则会受到伤害。我的一个朋友一年前卖出了金发科技，买入了一个认为前景更好的企业，但是一年下来，金发科技股价表现远比那只股票好，尽管现在看来金发科技的估值已经不便宜了。

## 11、基础知识上的误区

也许有些投资者更擅长使用某些基础分析工具，但基础知识需要非常综合的素质。所以千万不要相信“选股就这一招”或者“一招骑黑马”等等的诱惑。这误导投资者认为选股很容易，学了一招就可以吃遍天下了，而这些招式不过就是一个技术指标就是一个基本面指标。

很多投资者学习大师的名著，也很容易陷入寻找“一招必胜”的误区。比如，《彼得·林奇的成功投资》中一章研究过一些著名的数字，很多投资者就不太关注彼得·林奇在书中其他部分讲的更重要的东西，而过于关注其中的一些数字，以为彼得林奇就是依靠其中一个或者几个数字成功的。比如，在这些著名的数字里，有一个叫做“现金头寸”的。林奇告诉我们他买福特公司成功经验，是发现其资产负债表上净现金头寸高达 83.5 亿美元。

福特公司的股价已经从 1982 年的 4 美元涨到了 1988 年初的 38 美元，在此期间，彼得·林奇购买了 500 万股该公司的股票，而华尔街那些所谓的专家们在将近两年时间里一直在大张旗鼓地高呼福特股票被高估了，无数专家都评论说这家周期型公司已经达到了它最后的辉煌，再往前走就开始衰退了。这使得彼得·林奇好几次都差点把股票卖掉换成现金。但是彼得·林奇发现福特公司股票的净现金值是 16.3 美元，它表明彼得·林奇不是以每股 38 美元买进，而是以 21.7 美元购买的，分析家预测福特可能从汽车业务中获得每股 7 美元的收益，这样一来福特的市盈率是 3.1（用 21.7 美元除以每股收益 7 美元），而不是 5.4（用 38 美元除）。而既然市盈率只有 3.1 倍，那么卖它做什么？

从这个案例中可以看出，林奇计算市盈率时并不是直接以股价除以每股收益，而是在对福特估值时，要把闲置的现金加上。这个理念现在大得人心，如今一些估值模型将资产分为金融资产和经营资产，将负债也分为金融负债与经营负债，市盈率估值只涉及到经营资产与

经营负债部分，金融资产与金融负债直接以公允价值进行计算，企业整体估值就是经营估值与金融估值之和，林奇对福特估值就是将福特价值分成两块：一块是汽车业务，另外一块是现金资产。

应用这个方法在国内会遇到很多问题，一个是公司本身的问题，一个是投资者错用的问题。关于公司本身的问题，最重要的是其现金资产的真实性，比如，如果一个上市公司每年年底现金总是有 4 个亿，连续几年都是这样，我就怀疑其帐面上是不是真的持续有这 4 个亿现金，毕竟资产负债表反映的只是年度最后一天的资产负债状况。

另外一个问题是金融资产的估价问题。要注意金融资产价格的出售不能按照每股收益去计价，而应该是算到每股资产上。比如一个上市公司的经营性业务一年每股收益 1 元钱，出售金融资产每股获得 3 元钱。如果你按照今年每股收益 4 元钱，然后给予 30 倍市盈率，那么这个企业值 120 元钱。但是问题在这里，只有持续经营能力的资产获得的收益才可以按照市盈率去估值。所以应该是这么计算，经营业务每股收益 1 元钱，给予 30 倍市盈率，这样是 30 元钱，然后加上金融资产每股获得的 3 元钱，合理估值应该是 33 元钱。

因此，如果你简单的按照每股收益或者简单的剥离现金都会遇到问题，特别是在国内，很多巨额闲置资金很有可能就是问题资产。而如果是问题资产，则在估值时，不但不可以做加法，还要做减法。

实际上，促使彼得·林奇购买福特汽车的真实的背景也不是因为计算的每股净现金指标，而是因为福特公司在当时是周期反向上重新成长（宏观经济支持以及新车型开发），只要成长的故事持续，就可以一直持有股票，而估值，特别是现金流的一招其实只不过是增加林奇持股信心的一根稻草而已。

还有投资者认为企业毛利率的变化是最核心关注的一个指标，只关注毛利率逐年甚至逐季上升的公司。他认为这种公司投资潜力巨大，理由是毛利率逐年上升表明公司核心竞争力越来越强。实际上，毛利率指标只是反映企业产品的竞争能力。而根据历史数据分析后得到的结论是毛利率指标的变化和企业利润增长并无很强的关系。

还有投资者采用的是技术指标的“一招制胜”，在这点上我更加怀疑其有效性。一般来说或许某些技术指标在某些市场环境下是有一定参考作用的，但是市场环境的变化非常快，这些“指标”往往不仅不能迅速制胜，而是迅速制败。

评估企业竞争优势是有一些核心指标的，比如净资产收益率指标体系等。但是即使这样，也还远远不够研究清楚一个企业。更何况评估流动性更强，反映了人性贪婪和恐怖的股票价格了。

做投资研究没有捷径，很多投资者目前能够获利的主要原因不是投资者能力有多强，分析功力有多高，而是我们遇上了很多年难遇的大牛市。而如果你想做一个长期的投资者，一定要注意到这个大牛市背景，否则一旦市场回归正常，很多投资者的盈利全部会吐出来。

“一招制胜”反映的是投资者急躁和急功近利的赌徒心理。而这个心理对于长期投资者来说是要不得的，并且也没有“一招制胜”的法宝，彼得·林奇的书中选股体系是非常深入浅出的。

比如在财务分析上，就需要首先了解财务和业务的循环关系和细节关系，还要具备发现财务造假和财务风险的能力，另外对于财务分析技术来说，要综合学会历史对比，行业横比，比率分析，比例分析，总量分析，增长分析等技术。

各种财务比例，核心应该是围绕成长性，但是即使是成长性，也不仅只看净利润增长率，通过考虑各方面在年与年、季度与季度中的增长因素，比如，主营销售增长，毛利率变动，其他利润增长，三项费用变动，非营业利润增长情况，税率变动情况，经营活动现金流量变化等，可以量化归因分析不同因子对个股利润的影响程度，可以分析增长的质量和持续性。

即使是看净资产收益率指标，也要分解进行详细研究，并且和企业具体业务结合分析，



观察其是否具有竞争优势。有时候，偏离“正常”水平的净资产收益率，并不能说明企业的竞争优势，可能仅是行业环境促使公司在短期创造超常（或逊常）经济收益，或者是会计造成的歪曲。

对于基本业务分析来说，也要循规蹈矩的尽量全面分析，把握重点。比如对于企业规模和股票市值以及相对排名，很多投资者就不重视。对于经营的稳定性和波动性也同样如此。在业务上，需要对战略分析，经营效率，市场分布，产品分布，行业分布，价格数据，竞争态势，资本支出等等都需要详细分析。

对于估值来说，行业研究员可能需要非常复杂“试图精确”的估值工具，但是对于投资者来说，模糊的正确和简单的方法更重要。对于业绩的预测不可能那么精确，需要敏感性分析，但是在级数上不能犯错，比如 10%左右的增长和 30%左右的增长是级数上的差别。

对于估值来说，通过观察目前市场的估值来评价市场预期也很重要。判断市场预期的指标包括：ROE，帐面价值增长率，P/B，P/E。下面举例说明：假定同行业四个公司数据如下：

	ROE	帐面价值增长率	P/B	P/E
A 股票	38%	-1%	13.27	50.1
B 股票	88%	3%	3.46	10.5
C 股票	2%	83%	2.22	44.8
D 股票	-10%	0%	1.35	434

假定该行业平均 P/E 为 24，P/B 为 3.81，行业平均 ROE 为 15%。则尽管 A 股票的 P/B 与 P/E 都很高，但是投资者预期该公司可以创造比当期水平更高的 ROE。而从历史水平和增长性看，这几乎是不可能的，因此我的判断是 A 股票被市场高估。B 股票的 P/B 适中，但是市场投资者给与该股票的 P/E 很低，表明市场预期该公司的高 ROE 是不可以持续的，而实际上，该公司 88%的 ROE 更多来自一次收益，正常的 ROE 水平只有 7%，且增长很慢，因此不存在低估。C 股票反映的低 P/B 与高 P/E，其市场预期是公司将获得更高的 ROE，并且目前公司的很低的 ROE 是暂时的。而历史数据显示 C 股票的 ROE 处于 18—20%的区间，目前的困难只是暂时的，因此该公司处于低估状态（尽管其 P/E 很高），存在业绩改善成长的故事。D 股票反映的市场预期是该股票糟糕的 ROE 不会继续，也不会大幅度反转，但是从历史看，该公司的 ROE 一直低于资本成本，因此我判断市场仍然比较乐观，该股票的 P/B 应该小于 1。

扎实的基本分析工具需要反复有意识的学习和练习，并且兼容并包多角度去研究，不要过度相信某个或某些“指标”。

## 12、我在选股体系建立上的经历

没有谁天生具有优异的基本面选股能力，这需要艰苦的综合训练。在《如何选择成长股》的第三部分，费雪讲述了自己的选成长股投资哲学的形成之路，我觉得对于投资者来说会大有帮助。还有很多投资大师都值得学习，不过不经历实践，直接套用大师的选股标准，而没有消化吸收，往往不能和中国市场的具体实践相结合。比如格雷厄姆的价值股选择方法，投资者会说按照他的标准，根本选择不出股票。这有点不求甚解，僵化套用的感觉。

下面就我个人选股体系的建立谈谈经验，尽管我并不是投资大师，仅是投资行业中不断探索的学生，但是我代表一个探索选股过程中的典型学生，遇到了各种成功和失败经验。

一般来说，对于学证券金融行业的大学学生，只要感兴趣，大学里都会读过关于巴菲特的书，学习其投资理念，但是由于没有实际经验，那些理念只是被记忆然后被遗忘，没有固化成自己的。（还会学习其他知识，但是都一样，没消化吸收理解）。

读研究生的时候，已经开始具备实际经验，比如开始接触投行的研究报告，去阅读，试图自己去写，同时开始思考自己的选股哲学观。并且开始和实际相互验证。不过还是远远不

够，主要是面对众多的股票有种茫然的感觉，同时仍然不能与实践有效结合，并且对于新手来说，最重要的问题还是眼界和境界不够。多数新手是关注的时间范围太短，对于股票的时空认识远不够。

在阅读研究报告的时候，仅是理解了如何去写一篇报告，还无法辨认出故事，更不用说判断出哪些故事是真的，哪些是假的，比如。我在读一篇美国公司 TYCO 的各投行研究报告的时候，也阅读了 TYCO 的财务报表，感觉极为复杂，非常沮丧，而各个投行的研究员都在推荐，我喜欢这个公司的原因就是安防，911 之后，安防股应该受到欢迎，比军工股要强，基本逻辑就这么简单，但是研究员推荐的思路非常复杂，沉迷于业绩预测，估值等战术细节问题。最后，TYCO 出了问题，财务造假，股票价格大幅度下跌。这对我触动很大。我想如果我仅根据基本逻辑去投资，不清楚其业务和财务的详细情况，一年遭受的损失可能超过 80%。

在工作后，开始做策略研究和金融工程研究，我将金融工程研究应用于筛选股票，但是发现意义不大，金融工程就是玩模型，如果不理解模型，那种金融工程师就仅是一个工具。

由于工作的便利性，在研究策略的时候，也开始去研究行业和个股，比如研究航空业的时候，学习彼得·林奇，因为乘坐海南航空而喜欢它，探讨了大量航空业的研究指标，但是在什么时候能够推荐这个行业，以及在这个行业里哪个股票最好，就没有很好的概念。

对于研究策略投资的人来说，会更喜欢受宏观影响大的行业，比如水泥，钢铁，煤炭，有色金属等，这些行业的周期我自己觉得因为研究宏观策略，自上而下可以看的更清楚一些，而选股则非常简单——根本就不用选，直接买公认的龙头就好了。

但是很多行业和股票自己仍然没有能力去研究，一片茫然。这导致思考，觉得自己掌握的知识不够，需要不断的学习，大学的时候学的东西很多尽管只是基础知识，但是都并没有理解和掌握，甚至遗忘了。

于是开始去阅读，刚开始时阅读具有盲目性，读了很多，慢慢就开始知道方向在哪里。我特别喜欢的是费雪的《如何选择成长股》，读了很多遍，仔细体会其说的每句话，并试着套用在国内市场，开始的时候就比较僵硬，慢慢的就开始有感觉。对于彼得·林奇的两本书也非常喜欢，使得我在众多股票里通过划分排序等对股票整体和股票特性更理解，自己试着去对国内股票进行分类排序，这样遇到一个股票就不再迷茫，觉得有了一个位置。欧奈尔的两本书对我帮助也很大，因为他也是选成长股的，很合胃口，他的基本面和市场面的经验非常丰富。

看大师的书有助于形成一个粗糙的选股哲学和框架，但是仅看大师的书是不够的，因为大师的书里没有基本功，也没有和你遇到的现实情况结合。因此，在公司分析上，我就看了很多书，比如企业战略研究的书籍，业务和行业研究的书籍，财务分析的书籍，估值分析的书籍，企业传记方面的书籍。其实这些都是写研究报告的核心内容，只不过通过读那些书籍，你可以把报告写得更详细更清楚——其实不仅是研究员要写“研究报告”，每个投资者在投资分析的时候都是在写“研究报告”。通过学习投资大师，以及阅读大量企业方面的书籍，在另外的维度，开始去思考业务模式，竞争优势，成长故事，安全边际，选股组合等等。

很多概念在实践中逐渐领悟，比如安全边际的概念，遇到很多成长性不错的股票，但是没有安全边际。事后证明都很难成为牛股。还比如公司治理的概念，在现实发现有些应该成为成长股的股票没有成为是因为公司治理在作怪。还比如净资产收益率的概念，成长性的概念等。

仅有知识是不够的，你必须了解大量的股票投资特性与持续追踪才能有所提高，因此有几年时间，我把每天所有可以获得的行业公司报告都进行分类和阅读并做笔记，慢慢的与实际情况相验证才看出一些门道，才逐渐积累了经验。等到中小板出现后，我开始阅读几乎所有中小板的招股说明书，并开始跟踪，那时很多主流投资机构对小股票重视不够，我觉得这

是一个机会，并逐渐喜欢上小股票研究。在积累股票的研究过程中，我还按照行业、主题、区域进行股票筛选，然后一个一个看。

看得多了，就会总结一些规律，比如企业的各类成长故事，股票通常在什么条件下上涨最大，空间最大，市值什么时候最适合等等。

在研究股票的同时也去调研，现在感觉调研开始很有用处的，不过这不是说从调研中能够发现一个股票的价值，我觉得调研的用处主要是形成一个对该企业的最直观认识，运气好见到高层，对企业发展策略有个更清晰的认识。

很多经验是从犯错误中学习的，比如看错了成长故事，对重要财务数据没有充分重视，误读了公司的核心竞争力，对公司的业务发展空间认识不够等等。

慢慢的我喜欢的选股领域就确定了，从自下而上来看，有核心竞争力的成长性小公司，选股系统就是业务模式、竞争优势、成长故事、安全边际和组合调整。然后方方面面都是围绕这个去实践和完善。而对于典型周期性行业股票则仍然是在结合自上而下宏观策略的基础上采取选择龙头的方式。

尽管我喜欢成长性好的小公司，但是总体来说，小盘股的投资风险远要比大盘股大，这是我的选股体系中最大的“问题”。小盘股的风险，除了包括业务规模小不确定性因素之外，小盘股容易出现战略问题、管理问题、财务问题和公司治理问题，投资小盘股首先要了解其中的风险，整体上看，这是一个高风险高回报的投资类型——不过风险如果深入分析还是非常可控的。

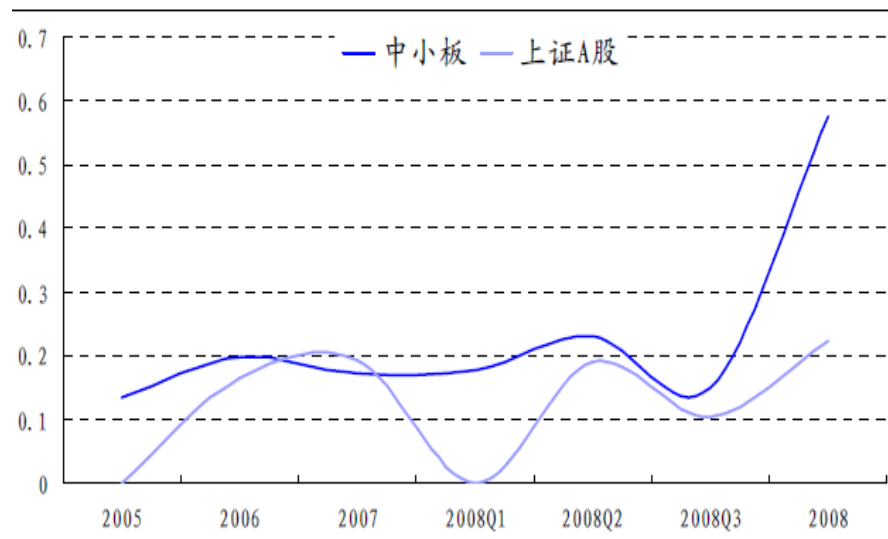
比如，在香港市场 03-06 年的三年里共有 68 家小盘股暴露风险（不合规行为或者欺骗行为）而导致的长期停牌，平均每个月差不多就有 2 家。不过尽管风险看起来很大，但是在 01-06 年里，香港小盘股指数的累计升幅超过大盘股 52%，如果投资者能够提前识别这些存在风险的小公司，则收益还可以更大提高。

小盘股的利润基数低，损益表很容易存在问题（假帐或者会计操纵）。因此，为了防止并发现小企业在损益表上做假，也要对现金流量和资产负债表高度关注，相互核对来发现问题。比如，如果公司现金很高，同时负债也高，那么可能存在未知的风险，常识是如果公司确实拥有那么多现金，那为什么还要借那么多债？在已经出现问题的企业，前一年的资产负债表中，都是高现金和高负债并存。公司管理层的解释往往会回答，他们有激进的扩张计划，所以不得不如此。在某些情况下的确如此，但在大多数情况下，高负债通常是短期债务且部分与银行有关，然而即使是依赖银行长期贷款运转的企业也不需要高现金和高负债并存。尤其值得注意的是，“双高”公司坐拥大量现金且资本开支不大，但却派息极低或者根本不派息。

将要出现风险的小盘股往往营运资本极高，而之前营运资本状况往往会恶化。比如存货、应收账款都会呈恶化趋势。净营运资本对销售的比率非常重要，因为这个指标综合了存货、应收账款和应付账款的影响。更重要的是，这个指标很高的小公司往往会有不良的股权稀释纪录。另外还有一些公司在股权融资上很缺乏原则。这些公司的营运资本率极佳，资本开支很低，又拥有净现金，但却仍然选择在市场上大量融资，且并无明确用途。

小公司规模不大，产业链议价能力有限，受其他因素影响较大，决定了其大部分公司业绩稳定性不高，以至于公司高管自己也难以准确预计。从中小板公司 05-08 年的经验看，业绩变脸的现象明显比主板公司多。

**图 13.16: 中小板公司历年业绩快报“变脸”公司占比都高于全部 A 股 (%)**



另外，中小板估值水平较上证综指一直都较高（更不用说创业板了），溢价水平波动较大，高估值代表投资者对股票未来成长性的一种预期。这种预期包括理性成分，同时也会包括非理性成分。而在市场上涨期间，非理性成分的影响会更大一些，随着国内市场容量的增加以及国际化，小盘股的整体估值水平长期应该是下降的。资质优良的公司估值多数时候都不便宜，不过即使这样投资于中小板中有基本面支撑的高价股，不仅能超过中小板综指，而且，中小板创立以来，95%以上的时间跑赢上证综指，行情多出现于年末或年初。同样，解禁压力不能阻止资质优良公司股价的提升。对于小盘股选股来说，自下而上逐个挑选并建立组合是唯一有效的投资策略。

在建立自己的选股体系的时候，中间走了一个弯路是试图尝试多种选股方向，挑战自己，背离了有竞争优势的成长股原则，在一段时间内痴迷于研究重组股和特别难以研究的股票，但是事后证明自己能力实在太有限，那些股票也确实难以研究，这使我充分坚定了自己的理念。

我的一个优势是有金融工程和数据分析的背景，因此，对于研究和处理数据非常在行而不觉得枯燥。所以，每个季度一次，我经常使用 WIND 的数据浏览器进行大规模数据统计分析，比如把所有的中小板公司按照我的体系的所有财务业务估值等数据导出到几个大的 EXCEL 表格，然后打印出来，逐个去发现数据中的奥妙（主要是异常数据的发现并且解读），并且一表同列很多个公司，所以通过比较能够对股票进行更好的排序。

在选股学习的过程中，也和很多朋友接触，慢慢学习相互借鉴，提高也很快。综合感觉是，很多投资者财务分析的功力不够，因此在支持自己观点的时候难以找出财务数据证明，而行业研究员出身的投资者，过于看重财务和估值，过于对本行业研究赋予重要价值，并且更重要的是，很多行业研究员做久了，仅重视行业内的信息，而忽略了选股体系的建立。

建立一个体系需要花大量的时间去思考，阅读，体验和努力，没有 3-5 年是很难有进展的，而且这个进展在刚开始很难有成效，就好比《笑傲江湖》里面华山的气宗一样，远没有听消息和看技术来的快，但是一旦形成体系，坚持和完善，则会一劳永逸。当然，读者还是喜欢令狐冲，不过能遇到风清扬老前辈的，也就他一人。

总结：在自上而下确定宏观策略后，在这个基础上的选股比较简单，最多需要进行大规模筛选，或者直接配备龙头股就可以。但是在自下而上进行选股的体系中，则需要考虑企业的业务模式、竞争优势、成长故事、安全边际、组合建构等等，这对基本分析工具的要求非常高。因此需要不断去学习，关于财务分析的书，我最喜欢的是《[财务报表分析：理论 框](#)

[架方法与案例](#)》，关于研究财务问题的书，我觉得郑朝晖（夏草）目前出版的七本书都值得阅读，《远离财务骗术：夏草教你规避财报风险》，《上市公司 48 大财务迷局》，《[财务揭黑](#)》，《IPO 40 大财务迷局》，《会计谜局 解》，《点睛财务舞弊》，《财务侦探发现财务错报》。不过，读他的书有助于去学习上市公司如何进行财务舞弊，从而增加你的财务分析知识和认识，但是由于作者的背景并不是站在证券投资角度做研究，因此注意他的立场角度问题。另外《财务骗术》这本书也值得阅读。

关于企业研究方面的书，最好的是迈克尔波特的《竞争战略》和《竞争优势》，《发现利润区》，《利润模式》，《发现商业模式》，《创富志》杂志，《管理大未来》，《找到利润源》，克里斯坦森的创新系列，郎咸平的产业链研究系列，柯林斯的《从优秀到卓越》，《基业长青》。《隐形冠军》系列，《小巨人》，《大牛股：谁活着，谁看得到》，《企业战略博弈：揭开竞争优势的面纱》，里斯的营销定位系列等等，这些是随口就想起来的，远没有列全。

估值的书，值得阅读的包括《价值评估：公司价值的衡量与管理》，另外，Damodaran 的几本书值得阅读：《投资估价：确定任何资产价值的工具和技术》，《打破神话的投资十诫》，《投资原理》。还有一本《安全边际》是必须读的。

选股分析基础书：《炒掉你的分析师》，《股市真规则》，《华尔街股市投资经典》，《现金流量与证券分析》，《华尔街证券分析》，《公司治理》，《卖空的艺术》，《打败大盘的获利公式》，《你能成为股市天才》，《投资的头号法则》，《巴菲特的护城河》，《大钱》，《盈利的质量》等等。

具体企业研究的书，比如研究星巴克的就有三本，一本是自传性质的《星巴克咖啡王国传奇》，一本是对于选址和经营业务很有帮助的《基业成长》，还一本书《股价越高越挣钱》。还有很多研究各类成功的企业的书或者企业家的传记，读者可以自己去找，比如喜欢《萨姆·沃尔顿自传》等等。

我估计，至少需要阅读上百本关于企业，财务，估值和选股方面的书籍，才会逐渐形成自己的选股体系和哲学。

在附录里，我举了一个安迪的选股体系的例子，他通过不断实践、学习和思索，在几年时间里逐渐建立并完善自己的这个选股体系。

### 附录:案例学习——安迪·史蒂芬斯的选股体系

自 1997 年 6 月创立以来，安迪·史蒂芬斯（Andy Stephens）是艺匠中盘股成长基金（Artisan Mid-Cap Fund）的首席投资组合经理。成立以来基金表现还可以（但不是最好的），不过，我觉得更重要的是，我很喜欢他的选股“理念”和选股“体系”。

安迪形成了一种他称之为“大胆的谨慎”的基金管理风格。“你必须采取一些激进的措施，”他说，“但同时也不能无限度地承担风险。我指的是只能承担精心计算过的风险。”“我的整个流程都与风险防范有关，”安迪强调说，“我会评估失败的可能性，以及任何给定情况下可能的损失。如果我能对这些有所了解，那么我就能明白将要承担的风险有多大，并能够判断可能的损失对于我的投资来说是否合理。”安迪最初只是将这一概念用在个股选择上，后来他将不同风险水平的投资组合在一起，希望通过一个总体安全的投资组合为投资者谋取收益。

### 打击率和长打率

安迪将他的投资流程分为两部分：（1）证券选择，他以“打击率”来形容；（2）投资组合管理，他以“长打率”来形容。安迪的打击率指的是在他所选择的所有股票中，最终实现了盈利的股票所占的比率，而他的长打率则是指按其最佳投资想法进行了投资的资产在总的基金资产中所占的比率。由于安迪和大多数基金经理一样，在某些股票上投入的资金会超过其他股票，因此较高的打击率并不一定意味着较高的长打率。例如，如果将大部分资金投

人到小部分亏本的股票上，那么总的投资回报率将很低。必须将投资组合中的大部分资产都投在盈利性最强的几只股票上，总的业绩才能超过平均水平。

安迪明白，并非他所买人的每一只股票都能盈利。尽管他很崇敬巴菲特，但在这一点上他却不同意巴菲特的观点。巴菲特曾说过，应该在每个人大学毕业时给他发一张打孔卡，允许他在一生中进行二十次投资，每当他买入一只股票就在他的卡上打上一个孔，打满二十个孔后，就不再允许他进行投资。巴菲特认为，如果投资者的一生中只有有限的几次投资机会，那么在投资之前，他就会更加彻底地研究各家公司的情况。

尽管能理解巴菲特说这些话的意思，但安迪还是认为投资者会犯错误，更准确地说是必须犯错误，才能懂得投资到底是怎么一回事。“一个人可能要打上 20000 个孔，才能了解投资的真谛，”安迪说道，“投资是一个不断犯错的过程，重要的是如何去控制这些错误，以及如何从中吸取教训。”

较高的“打击率”可以帮助安迪将损失减小到最低程度，并提高投资结果的稳定性。从某种意义上说，它是基金管理中的防御面。但是，防御无法帮你赢取收益，它只能防止损失。只有大举进攻才能赢得比赛，正因为如此，安迪需要稳健的“长打率”来使自己始终超越平均水平。

## 一、证券选择流程

安迪相信，当你买入某家公司的股票时，你所获得的最终收益归根结底来源于公司经营所产生的现金流。因此，在评估公司的价值时，应计算其收入的当前价值（净现值）。诸如公司所在行业及所在国家的状况之类的其他因素通常都无关紧要，除非它们会影响到公司的现金流。在对一家公司进行评估时，不仅要考察其收入水平，而且要注意收入的可靠性。企业必须有一个自我保护屏障，从而使自己不会在竞争中衰落，这样才能创造稳定、可靠的现金流。

### 结构性竞争优势

市场竞争是企业为其股东赚取超额收益的一大阻力。当一家公司通过某种经营活动获得了超额收益时，无论这种活动是生产产品还是提供服务，其他企业都会立即被吸引过来从事同样的业务。于是，竞争的加剧便会减少企业可以获得的利润。因此，要确保现金流的稳定性，企业就必须拥有结构性竞争优势。基金经理常常将这种优势比喻成公司的护城河，它可以防止其他企业涉足公司的业务，与公司展开具有威胁力的竞争。安迪所关注的是以下四种类型的结构性竞争优势：

1. 占主导地位的市场份额
2. 专有资产
3. 成本优势
4. 强健的品牌

**占主导地位的市场份额。**“主导”是指当一个企业制定出某一价格或产量决策时，整个行业都会效仿它，也就是说它主导了整个行业的行动，而不是追随所在行业的其他企业。例如，当美国在线将其月租费从 19.95 美元上调至 21.95 美元时，几乎所有的网络服务提供商（ISP）都效仿了它的做法。

**专有资产。**大部分基金经理都将专有资产定义为企业没有的专利或技术。安迪的定义更为宽泛，他认为专有资产指企业可以利用的任何独一无二的东西。它可以仅仅是地理位置，例如，对于零售商店来说，这种资产可以是位于繁华的缅因街或市场大道上的优越位置；或者对于某些金融服务企业来说，这种资产也可以是 20000 人的销售大军——这种庞大的团队将使竞争对手难以模仿。

**成本优势。**对于处于业务循环起始位置的周期性行业来说，这一优势尤其有利。当业内所有企业都面临困境时，生产成本较低的企业通常可以挤垮竞争对手或是收购它们。一般来



说，拥有专有资产的企业往往可以保持较低的成本。例如，如果一家企业拥有紧邻某座煤矿的惟一一所加工厂，那么其生产成本通常会低于竞争对手。

**强健的品牌。**这是最难获得也最难维持的一种结构性优势，需要长期的精心维护。企业必须不断在其品牌上投入资金，才能保持它的价值。许多企业以昂贵的代价通过杠杆收购买入其他公司的品牌，之后却因为投入过少而使品牌的价值和竞争优势大打折扣。

不管哪家公司，只有具备了这四种优势中的至少两种，安迪才会买入其股票。很难找到同时具备所有这四大特征的企业，因为这样的企业通常都是受管制行业中的垄断企业。但是，一家企业只要拥有这些优势中的两种或者两种以上，那么其业绩便很可能在行业中位于前25%。由于这些优势使它们的现金流有了保障，因此投资者可以更有信心地评估它们的价值。

因此，证券选择流程的第一个步骤就是找到合适的公司——那些收益高于平均水平且拥有结构性竞争优势以确保稳定现金流的公司。

### 评估现金流价值

找到符合条件的公司后，安迪就会对其预期收入流的价值进行适当估算。“从统计上讲，对于每个公司，我们都可以根据其预期现金流计算出一个值得支付的合理价格，”安迪说，“该价格的决定因素包括公司现金流的多少以及现金流的可靠性和增长速度。”

资本化公司的收入流，即指投资者计算自己愿意支付多少钱来拥有公司的收入流，以此确定收入流的现值。拥有某项收入流通常意味着拥有它的控制权，但在公开资本市场中，投资者无法控制公司的现金流，利润的分配是由公司的管理层而不是股东决定的。“因此，我会以低于私募市场价值的价格买入公司股票，以补偿控制权的缺失，”安迪补充说，“事实上，我会尽量让自己支付的价格不超过企业价值的60%。”

安迪建议投资者在一定的折价范围内购买公司股票。一旦某只股票的价格有较大溢价，安迪就会卖掉这只股票，他认为如果这时还继续持有这只股票，那就是在玩“博傻”游戏。投资者也许偶尔会交好运，在这个时候继续持有股票仍能获利，但这种做法通常只会增加收益的不稳定性，而无法带来与之相称的回报。

### 评估公司的未来增长潜力

到目前为止，客观的分析一直贯穿着安迪投资流程的方方面面，这正是其投资方法“谨慎”的一面。第一，尽可能弄清一家公司是否会持续产生可靠的现金流；第二，把握如何对这些现金流进行估值，以免在购买股票时多付钱。现在，安迪又在其投资流程中引入了主观分析的内容。进行主观分析的投资者往往比不进行这类分析的投资者更具优势。作为其证券选择的第三大要点，也就是其投资流程中“大胆”的一面，安迪努力将公司的增长潜力资本化。

要想掌握证券选择流程第三要点的要义，首先必须了解利润周期的概念。经过观察，安迪发现大部分企业的增长都不是线性的：它们的收入和盈利并非每个季度都会以相同的比率增长，而是利润先以大大高于平均速度的比率增长，然后收益得到巩固。这样的周期将不断重复。

“关于业务周期，我的理解是，当一个公司的状况变好时，它会自然而然变得更好，但如果其状况变差，它也会自然而然更加恶化，”安迪说道。这是安迪投资理念的一个基本思想。

利润周期背后的驱动力是“增量盈余”的概念。一个公司经营成本中的相当一部分通常为固定成本，因此公司收入的加速增长会导致盈余的扩张，从而导致净利润的大幅增长。这时，有效的管理团队会将部分或全部的过剩现金用于再投资，以实现公司销售的持续增长，形成良性循环的利润周期。为了最大化利润周期的好处，并占领更多的市场份额，企业会将大量资金投入雇用更多销售人员、增加研发支出、加强广告宣传力度等活动中，以更快地达到更高的利润水平；反之，当销售收入下降时，盈余和利润均会大幅削减。

安迪会努力寻找那些即将开始良性利润周期的公司，因为最可观的收益通常出现在早期，如果在利润周期开始以后才购入股票，则往往会错过大量的超额回报。安迪解释说：“我希望投资于这样的公司——其品质过硬（拥有结构性竞争优势）且股价低廉（低于私募市场价值），因而可让我远离跌价风险，并且它正处于良性利润周期即将开始的位置。”

因此，应尽量早一点即在某家公司的利润周期开始之前，买入其股票，以使自己有时间对公司进行充分的了解，从而在利润周期开始的时候能够及时识别它。如果较早地买入股票，那么在买入之后的一段时间里，你的投资可能会原地踏步，不能获得明显回报，这时应保持耐心。随着利润周期的逐步推进，你可以增加所持有的头寸。

### **良性利润周期的催化剂**

良性利润周期的出现通常需要有催化剂——对利润周期具有启动作用的某种变革。安迪把这样的变革划分为两大类：外部变革和内部变革。外部变革指影响整个行业的长期性事件，而内部变革则是公司层面的。基金经理通常会利用变革进行投资，但是安迪认为，变革本身并没有导致变革的突破来得重要。

关于外部变革，安迪关注的主要是两大领域的突破：新技术和管制性事件。例如，20世纪90年代后期，信息基础设施从模拟模式向数字模式的转变，带来了高科技部门激动人心的变革。至于管制性事件，近年来，我们目睹了《格拉斯-斯蒂格尔法》（Glass-Steagall Act）的废止以及《电信法》（Telecom Act）的颁布。这些重量级的技术突破和管制性事件通常会导致重大变革，从而带来大量的投资机会。

安迪也非常关注公司层面的变革，譬如，新的管理团队的组建、大规模的收购或资产剥离、重大重组或新产品的发布。有效的变革可以扭转一家岌岌可危的公司的命运，驱使它向前迈进，使其内在价值得以释放。“我曾获得过的最可观的投资收益来自那些同时经历了这两种变革的公司，”安迪解释说，“外部变革能使整个行业长期一帆风顺，而内部变革则能进一步提升企业的绩效。我的最大优势在于知道如何正确预测这些变革可能带来的好处，而事实上很少有人能做到这一点。每个人在商学院学到的都是以线性的方式估计变革的影响。”

### **公司达不到期望的风险**

安迪会对公司达不到自己预期结果的风险加以考虑。“在对一家公司进行估值时，我会将折现率与公司达不到期望的可能性相挂钩，”安迪说道，“就像在拉斯维加斯（Las Vegas）你会调整赔率，在投资中你也必须这样做。公司达不到预期收入水平的可能性越大，用来将预期现金流折算成私募市场价值所用的折现因子就应该越大。”

### **发现意料之外的增长**

安迪希望通过发现其他基金经理和分析师所忽视的公司未来增长潜力而获取竞争优势，因此，除非出现以下两种情况之一，否则一贯增长的企业无法引起他的兴趣。

第一种情况是，大家对公司前景的看法不一致，或一致性正在削弱，这将有利于投资机会的产生。在这种情况下，由于投资者低估了公司的增长潜力，意识不到它正位于新的利润周期的起点上，因此市场会对公司形成错误的定价。例如，市场按15%的年增长率对公司进行估价，而实际上公司的年增长率将达到20%。发生这种情况通常是因为投资者未能充分认识到公司已发生变革的影响程度，而这正是安迪可以利用的“错误”。

第二种情况是，公司收益继续按历史趋势增长，但投资者却压低了它的股价，因为他们害怕某件自己无法充分了解的事件会出现不利结果。例如，公司卷入了法律诉讼，而投资者对判决结果的预期存在分歧。另一种情形是投资者对新近曝光的公司会计违规程度不了解。近年来，投资者已被大量丑闻吓怕了，那些高品质公司，哪怕只是稍微暗示自己对收入和支出的说明可能有不当之处，市场对它们的惩罚往往就会大大超过其可能的错误程度。投资者先是纷纷抛售其股票，然后再提出质疑，从而导致股价下跌到令企业蒙冤受屈的程度。



安迪认为，只要投资者对企业收入增长的预期不存在显著分歧，市场通常就可以对股票作出有效的定价。如果企业的收入增长预期十分明确，那么股价就应该能够精确地反映这一预期。但是，一旦出现分歧，投资者往往就会按照可能性较小的最坏一种情况对股票进行定价。

你可以在股票分析中遵循安迪的证券选择原则，以提高你的“打击率”，并识别一些有助于成功投资的情况。但是，仍有些问题尚待解决：对于投资组合中的各只股票，是应该按相同的比重进行投资，还是应该以某种方式为它们确定不同的比重？何时应抛出某只股票？总共应持有多少只股票？为了回答这些以及其他一些问题，接下来让我们了解一下安迪的投资组合设计理念。

## 二、构建成功的投资组合

上述是安迪如何找出高品质的待选股票，第二步是如何将这些股票组合成一个成功的投资组合，为此需要了解安迪的资金分配流程，即了解一下如何将更多的钱投入到表现出色的股票上，而将较少的钱投在表现得不尽如人意的股票上。

安迪不再借用棒球规则而是借用“种植”的过程来说明他是如何在选中的各只股票间分配资金的。他将自己的投资组合分为三大块：种子类投资、果实类投资和丰收类投资。“很多人觉得这一类比有些可笑，”他说“但这确实是我思考这一问题的方式。”采取这一策略的目的是限制错误地投资某家公司带来的损失，并在投资正确时放大收益。投资是充满风险的，风险的管理方式会对最终业绩产生很大影响。

### 种子类投资

在投资组合的这一部分，安迪会买入那些他认为符合他的标准但尚未进入利润周期的股票。安迪通常将 20%~40% 的资金投在这一部分。这类公司风险水平较高，因为它们尚未证明自己有能力实现增长潜力。由于对这类公司的前景尚无十分的把握，因此安迪将此类投资中每只股票的头寸控制在整个投资组合的 1% 左右。

为什么在对某家公司是否能够达到自己的增长预期尚无把握的时候，安迪就将资金投入其中？首先，安迪认为，除非他拥有某家公司并投入了风险资金，否则他不可能花费必要的精力，对公司进行彻底的分析，并确定是否可以对它建立信心。买入某只股票并将其划分到种子类投资，可督促自己对这只股票进行跟踪观察。其次，在公开市场中投资时，必须在抓住进场时机与获取完全信息之间进行权衡，如果一味等到公司的乐观收益前景已经明朗再进行投资，则很可能会错过股价的大幅上涨。如果某家种子类公司的收益如他所料开始增长，安迪便会在这家公司的股票上投入更多资金，并将其归入果实类投资。

### 果实类投资

对于那些已经进入利润周期，并且在安迪看来可以达到自己的增长预期的公司，安迪会较多地持有其股票，并将其归入果实类投资。通常他的大部分利润都来自投资组合的这一部分，但是安迪坦言，没有种子类投资就不会有果实类投资。

安迪相信 80/20 法则，即对于大部分投资组合经理来说，其 80% 的投子收益都来自于 20% 的投资。他所面临的挑战是如何将投资组合中的大部分资产投入到回报最高的少数几家公司中，这意味着要在较少的几家公司中持有较多的股票。

因此，果实类投资的比重通常占整个投资组合的 60%~70%，但涉及的公司却只有 10~20 家。安迪通常会在其中的每只股票上投入 2%~5% 的资金，并且确保自己差不多已了解与它们有关的一切。“当在持有量最多的 10 只股票上投入的资金占整个投资组合的 30% 以上时，”安迪说，“我的业绩往往是最好的。”

尽管果实类投资比种子类投资集中，但在果实类投资中，安迪的投资仍然是多样化的。当一家公司进入了利润周期的时候，同一行业的其他企业往往也同样如此。因此，在果实类

投资中，安迪可能会同时买入数家同一类型公司的股票。但是，他不会将资金过度集中在市场上的任何一个行业中。

根据所发现的正在经历良性利润周期的公司的多少，安迪会调整果实类投资和种子类投资的规模。例如，在 2001 年年中的时候，国内生产总值(GDP) 的增长速度急剧放缓，良性利润周期变得十分稀少，这时果实类投资的比重就只占安迪投资组合的 25%，而种子类投资的比重则占到了一半。这样的资金分配导致投资组合中出现了大量 1% 的股票。这个时候安迪正在等待经济反弹并创造更多的良性利润周期。“一般来说，企业的经济状况依赖于国家经济活动的总体水平，企业只不过是整个经济体系的组成部分。”他说。当整个经济体系创造了较多的良性利润周期时，果实类投资在投资组合中所占的比重也会较大。

### **丰收类投资**

在丰收类投资中，安迪会减少或抛空所持头寸，并将投资收益尽收囊中。安迪认为主要在以下两种情况下，投资者应缩减自己在某家公司中的投资：一是公司股价达到了预先设定的目标价格；二是公司的收入增长开始放慢。最好能够根据价格决定是否抛售股票，因为以价格为参考标准可以剔除决策过程中的情绪因素和主观因素。设定一个你认为能够充分反映公司价值的价格，当股价达到这一价格时便抛出股票。这样做非常简单，对不对？只要你能抵制贪欲，这就非常简单。贪欲可是抛售决策中所有错误决定的诱因。极为常见的情形是，投资者试图榨干从某只股票中可以获得的每一分利润，在股价达到足值的水平时仍继续持有，结果只能看到自己辛辛苦苦积攒的财富化为乌有。

对于一家公司来说，其股票的价值是不断变化的。在利润周期刚刚开始、公司收益不断增加的时候，公司的价值也会随之增长。但是，当其利润周期衰退的时候，就不能再按较高的收入水平和较快的增长速度计算它的价值。或者，你可以将公司的增长率“标准化”为一个你认为公司在整个周期中可以维持的平均水平，将其视为常数。在公司公布较高的利润时，你可以更多地买入它的股票，但在计算价值的时候，则始终使用同一增长率。

起初，安迪在估算股票价值的时候十分保守，总是按照从一般到最差的情形进行估值。“我不想为超过市场一致认同水平的预期增长投入资金，”他说，“哪怕我认为将会出现乐观的情形。除非你拥有公司，否则就不应该为此投入资金。”

在公司每个季度公布收益以及它的利润周期不断推进的时候，安迪会调整自己的估值结果，以反映更高的收入水平，并提高估算出的价值范围。当公司的收益如安迪所料沿“曲棍球棒曲线”移动时，公司的股价往往会突破安迪所估算的价值范围的上限。在这个时候抛出股票，可以给接手的买家留下一点点赚钱的空间，否则没人会买你的股票。“很难预料在达到上限的时候，一只股票能卖 2 亿美元还是 3 亿美元，”安迪说，“买方必须能赚到钱，否则他是不会买的。但是在我看来，这个时候股价已经被高估了。”当你所看中的利润周期开始衰退的时候，你也应该抛出股票。安迪投资理念中的一个重要信条是：“当一个公司的状况变好时，它会自然而然变得更好，而当其状况变差时，它也会自然而然更加恶化。”当企业的收入增长放慢时，其前景很可能会比大部分投资者所预料的更加糟糕，因此在这个时候，应减少头寸，锁定利润。

### **投资组合管理的一般原则**

安迪不会去预测市场时机，但在经济低迷时期他确实会采取一项很重要的措施来降低股票投资风险。在良性利润周期稀少的时候，他会增加种子类投资的比重，而削减果实类投资，也就是增加投资组合中持有量较小的股票的只数，并减少持有量较大的股票的只数。从统计学上看，这样可以降低他的风险，因为一项失败的种子类投资带来的损失要小于一项失败的果实类投资。安迪认为将头寸集中在未进入良性利润周期的公司中是不明智的。一旦利润周期开始，他便会淘汰一些种子类投资，而将更多的资金投入到了进入了利润周期的公司中。

安迪的研究表明，在一个正常的利润周期中，他可以通过在投资组合中持有 45~50 只股票（其中果实类投资占基金的 60%~70%）来最大化他的投资收益。这样他就可以以较大的头寸（4%~5%）持有几只往往能为他创造大部分收益的股票。

当看到安迪的投资组合包含 45~50 只股票时，有些投资者会感到很疑惑：如此分散化的基金，其盈利能力会不会低于那些更为集中的投资组合。实际上，安迪会将大部分资产仅仅投资在 15~20 家公司中，从而既可以使基金业绩超越他的基本目标，又无须将资金集中在高风险公司中。

### **创造价值**

安迪努力获取将不断增长的 1 美元，而不是花上 50 美分购入静态的 1 美元资产，然后再等待别人用 75 美分或 80 美分将它买走。他所寻找的是那些将通过自己的行动创造巨大的未来价值的公司，也就是说，他用合理的价格买入他希望在几年后可以增长为 5 美元的 1 美元现值，但他不会预先为所有的预期增长付出资金。

一般的价值型基金经理不会像安迪一样把赌注押在创造未来价值的企业上，因此他们能够采取“来福枪式策略”，将投资组合集中起来。安迪的投资对象是成长型公司，这类公司的失败率自然要高得多——不是经营失败的风险而是无法充分实现利润周期增长潜力的风险。为了降低这一风险的影响，安迪在没有把握认为一家公司可以达到他的增长预期之前，只会持有其少量股票。

正如安迪所解释的，“我也可以算是价值投资者，只是我不会去判断一个公司现在值多少钱，然后按其折扣买入股票。我会预测公司的行动会使它在三五年后具备怎样的价值，然后将这一价值折算成现值，以确定它的当前价值。我希望最好能以现值的六折买入股票。但是，公司以后必须达到我的期望，这样我的计算结果才是正确的，为此我要承担额外的风险，因此我希望得到相应的回报。”

对于传统价值投资者来说，只要花 50 美分，就能换取 1 美元的价值，那么即使公司的收益不能明显增长，其股票也是可以买入的。而对于安迪来说，只有公司的收益能够增长，其股票才可以买入。但是为了防范风险，他只会花 60 美分购买 1 美元的价值，并换取预期增长。安迪还会加强计算过程的保守性，为此他会使用谨慎的增长率来计算合理价值。为了得到谨慎的增长率，他会先考虑最佳增长情形，然后再退一步，考虑在不够理想的情况下，按他的预期公司能够实现的合理增长率。