

# 分行业探讨价值投资在中国股市的适用性

孙美 查道林(博士生导师)

(中国地质大学(武汉)经济管理学院 武汉 430074)

**【摘要】**本文在分析价值投资方法的基础上,结合我国国情,区分不同行业进行了更细致的研究,一方面分析价值投资在中国股市的适用性,另一方面指导价值投资理念的具体应用。

**【关键词】**价值投资 弱周期性行业 投资收益率

价值投资理论诞生于1929年的美国股市崩盘及其后证券市场长期萧条的背景之下,以本杰明·格雷厄姆和大卫·多德在1934年出版的经典著作《证券分析》为标志,沃伦·巴菲特成功的实践使其闻名于世界。

价值投资理论认为,在一个成熟、健全的股票市场上,在市场供求关系、投资者的心理预期以及其他诸多因素的合力作用下,股价不断波动,但是股价都是围绕其内在价值而波动的。价值投资理论自本世纪初开始影响中国股票市场,2008年股市的暴跌,使其受到人们的质疑。

针对这种情况,我们认为有必要研究价值投资在中国股市的适用性和价值投资方法的运用技巧。本文将区分周期性行业与弱周期性行业展开研究,原因如下:

一是我国股票市场是以周期性行业为主的市场。二是从理论上讲,相对于弱周期性行业,价值投资对周期性行业的适用性稍差。因为首先很难对周期性行业的股票进行准确估值,因其受经济周期的影响较大。其次是市盈率模型被广泛应用,但市盈率模型对周期性行业股票评价不够准确,低市盈率的周期性行业股票不代表其有投资价值;相反,高市盈率也不一定就是高估了其价值。最后是当前我国学术界不仅对价值投资的适用性存在争论,而且在相关的论文中鲜见分行业研究价值投资的文章。

## 一、周期性行业与弱周期性行业概述

周期性行业是指行业的景气度与外部宏观经济环境高度正相关,并呈现周期性循环的行业。周期性行业的特点是产品的价格、需求以及产能呈现周期性波动,当经济高速增长时,市场对这些行业的产品需求加大,业绩改善会非常明显,这些行业的公司股票会受到投资者的追捧;而当经济不景气时,各行各业都不再扩大生产,对产品的需求会降低,业绩会下滑,股价迅速回落。典型的周期性行业的产品涉及钢铁、化工等基础原材料、工程机械以及重型卡车等,一般称这种周期性行业为工业类周期性行业。

此外,一些非必需的消费品行业也具有鲜明的周期性特征,如房地产、轿车、高档白酒、高档服装、奢侈品和旅游业等,人们收入增长放缓以及对预期收入的不确定性都会直接减少

对这类非必需商品的消费。证券业、银行业由于与工商业和居民消费密切相关,也有显著的周期性特征,由于这类行业兼具了消费类和周期类行业的特点,一般我们称之为消费类周期性行业。

典型的弱周期性行业是公用事业,如供水、供电、供热等行业。需要指出的是,目前我国电力需求80%以上来自工商企业,只有10%左右来自稳定的居民用电,因此电力行业的表现也会受经济周期的影响,我们将其归为弱周期性行业的类别。另一类弱周期性行业是食品、日用消费品等行业,不论经济状况如何,人们总要消费这些商品,因此其受经济周期的影响并不是很大。

## 二、实证研究

### 1. 假设。具体假设内容为:

(1)假设中国股市没有严重的股价操纵现象。

(2)财务数据真实假设。上市公司提供的财务数据根据市场信息的披露要求如实提供,没有虚假数据、故意隐瞒以及误导投资者等问题。

(3)理性投资者假设。投资者正确运用价值投资策略,做出正确的选股决策。

### 2. 样本选择。

(1)选股时间:价值投资的基本思想就是长期持有,我国学者普遍认为价值投资应最少持有18个月。由于数据的获取受限制,本文只能根据2007年5月31日上市公司的情况选择具有投资价值的样本公司,我们认为这同样可以满足实证研究的要求。

(2)选股方法:首先,本文将选择静态市盈率和市净率作为选股指标,因为动态市盈率可能受投资收益、财务费用、业绩预测准确性等因素的影响;其次,本文将综合考虑企业基本因素,从而选出市盈率低且综合管理水平高、财务结构良好的具有投资价值的股票。为了体现价值投资的效果,笔者分别在两种类型的股票中,选择最具投资价值的五只股票进行对比研究。本文的数据来源于中金在线等网站,使用的软件为同花顺专业投资软件。

根据市盈率模型选择的样本如表1、表2所示:

**表1 弱周期性行业中的五家样本公司**

股票代码	股票名称	市盈率	2007年5月31日收盘价(元)
000911	南宁糖业	16.89	12.66
600269	赣粤高速	18.08	12.75
600966	博汇纸业	18.74	9.77
000623	吉林敖东	12.18	42.16
600298	安琪酵母	18.60	20.02

**表2 周期性行业中的五家样本公司**

股票代码	股票名称	市盈率	2007年5月31日收盘价(元)
000898	鞍钢股份	16.89	17.46
600028	中国石化	24.8	14.49
600019	宝钢股份	15.16	11.26
600227	赤天化	16.73	16.79
600362	江西铜业	15.65	24.94

3. 价值投资的绩效评估方法。根据每只样本股票的投资收益率来判断其投资绩效。投资收益率计算公式为:

$$R = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

其中:  $P_t$ 和 $P_{t-1}$ 分别代表抛售和买进当天的收盘价。

最后利用每个行业中的五只股票的平均投资收益率来判断价值投资在不同行业的适用性。

**4. 研究思路。**

(1)利用不同行业的平均投资收益率与上证综合投资收益率进行比较,以判断价值投资组合能否跑赢大市。

(2)区分周期性行业与弱周期性行业,分别利用市盈率模型从两类行业中选出最具投资价值的五只股票,假设股票在18个月后卖出,即可在2008年12月23日卖出,计算其平均投资收益率,按其结果来判定市盈率模型更适合哪种类型的上市公司。

(3)在周期性行业中选择五家市净率低且较具投资价值的上市公司,假设其股票在18个月后卖出,计算其平均投资收益率,以判定市净率模型是否比市盈率模型更适合周期性行业的股票分析。

(4)根据实证结果分析价值投资理念是否适用于目前的中国股票市场,并探讨价值投资方法具体的应用技巧。

5. 实证分析结果及其解释。实证分析结果具体如表3、表4所示:

**表3 弱周期性行业中的五家样本公司的平均投资收益率**

股票代码	股票名称	2008年12月23日收盘价(元)	投资收益率
000911	南宁糖业	8.29	-34.52%
600269	赣粤高速	8.08	-36.63%
600966	博汇纸业	5.41	-44.63%
000623	吉林敖东	19.99	-52.59%
600298	安琪酵母	11.03	-44.91%
平均投资收益率			-42.66%

分析:通过表3和表4可知,两种行业的上市公司的平均投资收益率都为负值,这是因为全球正经历一场严重的经济危

**表4 周期性行业中的五家样本公司的平均投资收益率**

股票代码	股票名称	2008年12月23日收盘价(元)	投资收益率
000898	鞍钢股份	7.20	-58.76%
600028	中国石化	7.33	-49.41%
600019	宝钢股份	5.03	-55.33%
600227	赤天化	7.60	-54.73%
600362	江西铜业	12.15	-51.28%
平均投资收益率			-53.90%

机,所有行业都受到负面影响。但是相对于上证综合投资收益率-57.71%(由上证综合指数计算得来)来说,价值投资还是可以跑赢大市的。因此可以初步得出价值投资对中国股市具有一定的适用性的结论。另外,通过表3和表4可知,弱周期性行业在金融危机下的平均投资收益率为-42.66%,比周期性行业的平均投资收益率-53.90%高,这说明在利用市盈率模型进行投资选股时,弱周期性行业的适用性要比周期性行业的好。

我们作进一步分析,在2007年5月31日利用市净率模型选择另外五家具有投资价值的周期性行业的上市公司,然后计算其平均投资收益率,实证结果如表5所示:

**表5 市净率低且具有投资价值的周期性行业中的五家样本公司**

股票代码	股票名称	市净率	2007年5月31日收盘价(元)	2008年12月23日收盘价(元)	投资收益率
600581	八一钢铁	1.48	6.08	5.73	-5.76%
600727	鲁北化工	1.52	6.39	4.39	-31.30%
600126	杭钢股份	1.21	6.1	4.23	-30.66%
600231	凌钢股份	1.57	7.69	4.83	-37.19%
000958	东方热电	1.35	4.77	3.84	-19.50%
平均投资收益率					-24.88%

分析:通过表5可以看出,利用市净率模型在周期性行业中进行投资的平均投资收益率是-24.88%,比市盈率模型的投资效果好。因此,在对周期性行业进行价值投资时应该选择市净率作为选股的主要指标。

**三、结论及建议**

通过以上实证分析,我们可以得知价值投资在我国具有适用性,即便是在经济危机的情况下,价值投资都表现出强劲的势头。对于周期性行业的股票,其盈利水平受经济周期的严重影响,难以对其进行准确估值,市盈率模型的投资效果较差,而市净率模型更适合周期性行业的股票。广大股民应区分不同行业运用不同的价值投资策略进行投资才能取得超额收益,也只有正确运用价值投资理念,自觉地减少投机,中国股市才能向着健康的方向发展。

**主要参考文献**

1. 刘健位. 巴菲特股票投资策略. 北京:机械工业出版社, 2005
2. 林斗志. 价值投资在我国股市表现的实证分析. 财经科学, 2004; S1