



CFP®认证培训现场辅导

# 股票投资与分析

# 声 明



**本讲义讲述内容为课程中相对的重点难点以及学员疑问较多的知识点，不涵盖所有考试范围。**

**CFP认证考试范围应以当年《考试大纲》为准。**

# 授课大纲



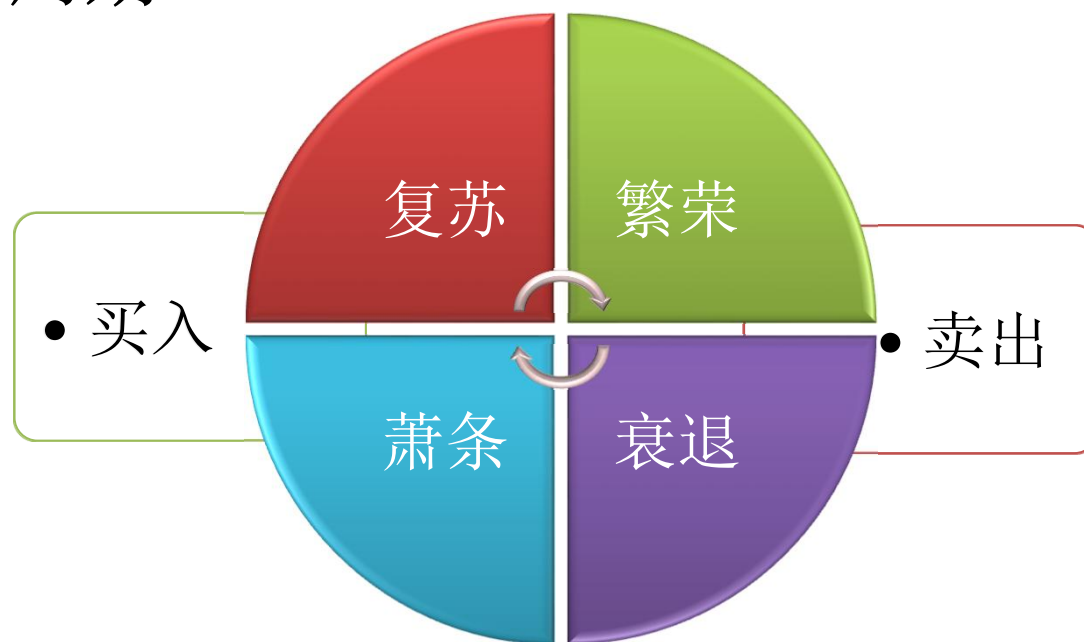
- 基本面分析
- 股票价值评估
- 投资策略

# 一、基本面分析

- 宏观分析
- 行业分析
- 公司分析

# 1.1 宏观分析

- 宏观经济的变动是股票市场系统风险的主要来源。
- 经济周期



- 经济指标：GDP、PMI、CPI与PPI、中国货币市场基准利率（Shibor）、消费者信心指数等

## 1.2 行业分析

### ■ 行业对经济周期的敏感性分析

- 增长型行业、周期性行业、防守型行业
- 经济状况恶化时，受到影响的行业顺序为：建筑、建材、旅游、娱乐、房地产 → 高档食品、服装、百货 → 公用事业和生活必需品。
- 摆脱经济危机，进入发展阶段：周期性行业股票最先上涨。

### ■ 行业生命周期分析

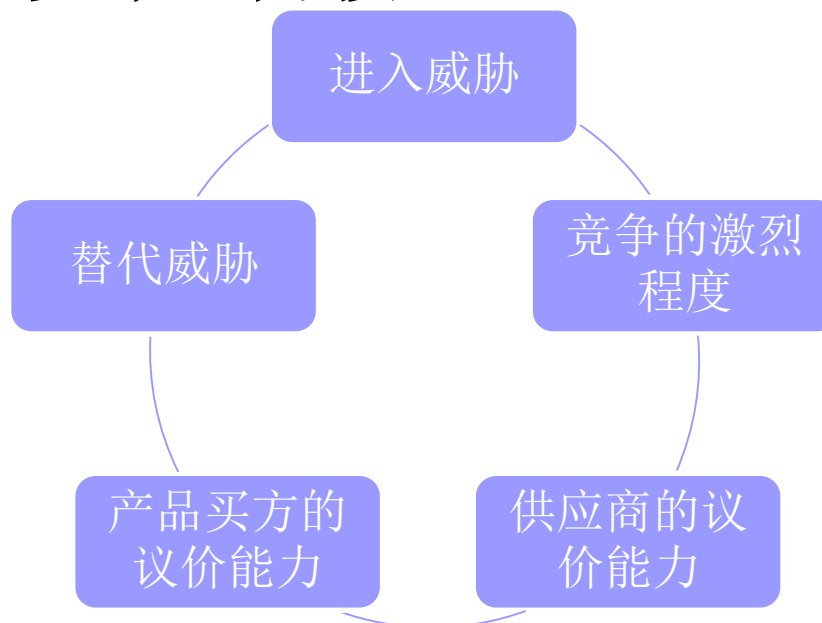
- 研究产业生命周期的主要目的在于帮助人们选择较合理的产业进行投资。



# 行业分析

## ■ 行业竞争结构分析

- 根据行业中公司数量、进入限制和产品差别，分为四种类型：
  - 完全竞争、垄断竞争、寡头垄断、完全垄断
- 波特“竞争五力模型”



# CFP认证考试真题



- 根据迈克尔·波特对行业竞争结构的分析，下列哪些因素决定了一个行业的竞争程度？（ ）

①. 新企业加入该行业的威胁

②. 替代产品的威胁

③. 买方与卖方的议价能力

④. 现存竞争者的威胁

A. 只有①和②

B. ①、②、③、④

C. 只有①、②和③

D. 只有②和④

- 答案： B

- 解析： 根据迈克尔波特的五力模型，这四种都是决定行业竞争程度的因素。



# 行业分析

## ■ 行业盈利能力分析

- 盈利能力指标有：营业利润率、成本费用利润率、总资产收益率、净资产收益率
- 在进行行业盈利能力预测时，可以考虑5个方面因素：历史资料、技术因素、竞争因素、社会倾向、政府影响和干预

## ■ 行业政策分析

- 政府对于行业的管理和调控主要是通过产业政策来实现的；
  - 产业结构政策
  - 产业组织政策
  - 产业技术政策
  - 产业布局政策
- 产业结构政策与产业组织政策是产业政策的核心。

## 1.3 公司分析

### ■ 战略分析

- 总成本领先战略（**Overall cost leadership**）
- 差别化战略（**Differentiation**）
- 专一化战略（**Focus**）

### ■ 产品分析

- 产品品牌的知名度
- 产品的市场份额
- 产品的营销模式
- 产品市场的类型
- 产品的生命周期

# 公司分析

## ■ 技术状况分析

- 产品的技术水平分析
- 企业技术开发能力分析

## ■ 管理能力分析

- 管理阶层的能力分析
- 管理阶层的勤勉、尽责与忠诚分析

## ■ 公司治理分析

- 公司治理是指公司的“所有者——股东”对“经营者——管理层”形成的一种监督与制衡机制。

# 公司分析—公司财务分析



## ■ 财务报表

	反映内容	等式表现
资产负债表	反映公司报表日财务状况	资产=负债+所有者权益
利润表	反映公司会计期间的盈利情况	利润=收入-费用
现金流量表	反映公司现金的往来情况	现金流净额=现金流入 - 现金流出

# 公司财务分析——财务比率分析



## ■ 短期偿债能力

比率指标	计算公式
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债

## ■ 长期偿债能力

比率指标	计算公式
资产负债比率	负债/资产
净资产负债率	负债/净资产
权益乘数	资产/净资产
利息保障倍数	(净利润+所得税费用+利息费用) / 利息费用
备注	资产-负债=净资产；净资产=股东权益；财务费用近似为利息费用

# 公司财务分析——财务比率分析



## ■ 资产管理能力

比率指标	计算公式
存货周转率	营业成本/存货平均余额
应收账款周转率	营业收入/应收账款平均余额
资产周转率	营业收入/资产平均余额
存货周转天数	365天/存货周转率
应收账款周转天数	365天/应收账款周转率
资产周转天数	365天/资产周转率
备注	<p>在资产负债表中，会计科目对应的是“时点性”数据，是存量；而在利润表与现金流量表中，会计科目对应的是“时段性”数据，是流量；在财务比率指标计算时，“时点性”数据不能与“时段性”数据进行直接运算，而是需要计算“时点性”数据的平均余额进而将其转化为“时段性”数据，即：</p> <p>“时点性”数据的平均余额=（期初值+期末值）/2</p>

# 公司财务分析——财务比率分析



## ■ 盈利能力

比率指标	计算公式
资产收益率 (ROA)	净利润/资产平均余额
净资产收益率 (ROE)	净利润/净资产平均余额
销售毛利润率	(营业收入-营业成本)/营业收入
销售净利润率	净利润/营业收入
备注	资产-负债=净资产; 净资产=股东权益

## ■ 其它重要的比率指标

比率指标	计算公式
净利润留存比率 (b)	1-现金分红总额/净利润
可持续增长率 (g)	净资产收益率 (ROE) × 净利润留存比率 (b)
备注	在一般情况下, 只有当公司的净资产收益率大于股东要求的必要收益率 (K) 时, 可持续增长率才有投资学上的“实际意义”。

# 杜邦分析

## ■ 核心：净资产收益率的分解

净资产收益率 = 销售净利率 × 总资产周转率 × 权益乘数

$$= \frac{\text{净利润}}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{资产平均余额}} \times \frac{\text{资产平均余额}}{\text{净资产平均余额}}$$

$$= \frac{\text{净利润}}{\text{净资产平均余额}}$$



# CFP认证考试真题



- XYZ 公司的股权收益率明显低于行业平均水平，这可能是因为以下哪些因素造成的？（ ）
  - ①. 销售净利润率过低
  - ②. 资产周转率过高
  - ③. 负债比例过低
  - ④. 股权过度集中

A. ①、②      B. ①、③      C. ②、③      D. ③、④
  
- 答案：B
- 解析：净资产收益率 = 销售净利润率 × 资产周转率 × 权益乘数，所以销售净利润率过低，负债比例低导致权益乘数低都可能是造成这种情况的因素。

## 二、股票价值评估

- 基本原理
- 一个特殊情形——固定增长
- 基于**Gordon**模型的价值分析
- 股价与投资机会

## 2.1 基本原理

- 假设基础：持续经营
- “现金流贴现模型”基本原理：
  - 将被估值主体在**未来**可以获得的现金流进行贴现求和

$$V_0 = \frac{CF_1}{1+r_1} + \frac{CF_2}{(1+r_2)^2} + \frac{CF_3}{(1+r_3)^3} + \dots$$

视角	被估值主体	现金流	贴现率
公司视角	公司本身	公司自由现金流	加权平均资本成本 $WACC = \frac{E}{E+D} \times r_E + \frac{D}{E+D} \times k_D \times (1-t)$
股东视角	股东权益	股东自由现金流 (现金红利)	股东必要收益率 $k = R_f + \left[ E(R_M) - R_f \right] \times \beta$

## 2.2 固定增长模型

- 假设：从某个时点开始，“被估值主体”将进入固定增长阶段，即公司的现金流预计在未来很长的一段时间内以一个固定的比例（g）增长。

$$\begin{aligned} CF_i &= CF_{i-1} \times (1+g) \\ &= CF_1(1+g)^{i-1} \end{aligned}$$

- 一般性公式为：
$$V_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{CF_1(1+g)^{i-1}}{(1+r)^i} = CF_1 \times \sum_{i=1}^{\infty} \frac{(1+g)^{i-1}}{(1+r)^i} = \frac{CF_1}{r-g}$$

- 进一步推广为：

- $$V_i = \frac{CF_{i+1}}{r-g} \quad (r>g)$$

	$V_i$	$CF_j$	$r$	$g$
公司视角	公司价值	公司自由现金流	WACC	公司自由现金流增长率
股东视角	股东权益	股东自由现金流 (现金红利)	股东必要收益率 (CAPM模型)	股东自由现金流增长率

# 红利贴现（Gordon）模型

## ■ 现金流贴现模型中的股东视角

### □ 固定增长

$$V_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)}{k - g} = \frac{D_1}{k - g} \quad (k > g)$$

■  $D_1$ : 第一年红利

■  $k$ : 股东必要报酬率

$$k = R_f + [E(R_M) - R_f] \times \beta$$

■  $g$ : 红利增长率

$$\begin{aligned} g &= \text{ROE} \times b = \text{净资产收益率} \times \text{净利润留存比率} \\ &= \text{销售净利率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数} \times \text{净利润留存比率} \end{aligned}$$

### □ 多阶段增长

■ 公司发放的现金红利不是“从第一年（明年）”就开始保持固定增长，而是“从第 $n$ 年”才开始保持固定增长

# CFP认证考试真题



- 红利稳定增长的贴现模型在股票定价中被广泛应用，依据这一模型，与股票内在价值成同方向变动的因素有（ ）。
  - A. 股票发行公司的净资产收益率
  - B. 股票承担的系统风险
  - C. 必要收益率
  - D. 无风险收益率
- 答案：A
- 解析： $V_0 = D_1 / (k - g) = D_1 / (k - ROE \times b)$ ，公司股票内在价值与公司的净资产收益率成正比，同股票承担的系统风险和股东要求的必要收益率成反比，同无风险收益率的相关性取决于贝塔系数。

# CFP认证考试真题



- 金融分析师对谷歌股份有限公司财务报表的分析显示：公司销售净利润率6%，资产周转率150%，权益乘数（总资产/权益资产）为1.5，公司分红比率为60%。预期公司盈利成长率为（    ）。  
A. 2.4%    B. 3.6%    C. 5.4%    D. 6.2%
- 答案： C
- 解析：  $ROE = \text{销售净利润率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数}$ ， $g = ROE \times b$ ，所以  $g = \text{销售净利润率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数} \times \text{净利润留存比率} = 6\% \times 150\% \times 1.5 \times (1 - 60\%) = 5.4\%$ 。

# CFP认证考试真题



- 投资者王小姐买入B股票500股，假设市场无风险收益率为4%，预期该公司未来三年股利均为10元/股，预计从第四年开始红利每年增长3%。市场组合的期望收益率为12%，B股票的 $\beta$ 系数为1.1，则其持有的B股票的总内在价值约为（ ）。

A. 89.29元      B. 96.92元      C. 44,645元      D. 48,461元

- 答案：D
- 解析：此题考察多阶段红利贴现模型。根据CAPM，投资要求的必要收益率 $k=4\%+1.1 \times (12\%-4\%)=12.8\%$ 。而且 $D_1=D_2=D_3=10$ 元/股，第四年开始，红利保持3%的增长速度，所以第三年末股票内在价值为 $V_3=D_4/(k-g)=10 \times (1+3\%)/(12.8\%-3\%)=105.10$ 元，公司股票现在的内在价值 $=10/(1+12.8\%)+10/(1+12.8\%)^2+(10+105.10)/(1+12.8\%)^3=96.92$ 元/股，所以股票的内在价值 $500 \times 96.92=48,461$ 元。



## 2.3 基于Gordon模型的价值分析



- 在实际中，可以使用“**Gordon模型**”将公司股票的内在价值分解为两个部分，即：“非增长部分（ $E_1/k$ ）”与“增长部分

（**PVGO**）”

$$V_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{E_1}{k} + PVGO$$

非增长部分

增长部分（盈利留存用于再投资，公司价值提高的部分）

- 其中：

- $E_1$ 为预计“下一年”公司取得的每股收益；
- 所谓“非增长”，就是当增长速度 $g=0$ 的时候，公司将获得的利润（ $E$ ）全部作为现金红利（ $D$ ）发放给股东，即： $E_1=D_1$ ，“非增长部分”对股票内在价值的“贡献”： $E_1/k$ ；
- **PVGO**：增长机会的现值，即“增长部分”对股票内在价值的“贡献”。

# CFP认证考试真题



- 某公司当前会计年度EPS 为1.5 元，其中0.9 元用于发放当前红利。已知公司股权资本收益率为15%，股东要求的回报率为12%。如果公司从下一年起，一直维持与本年度同等的红利发放比率，则该公司的增长机会现值（PVGO）为（ ）。

A. 2.50元      B. 2.65元      C. 7.95元      D. 19.075元

- 答案： B

- 解析：  $PVGO = D_1 / (k - g) - E_1 / k$ 。

增长率  $g = ROE \times b = 15\% \times (1 - 0.9/1.5) = 6\%$ ，

$D_1 = 1.5 \times (1 + 6\%) \times (1 - 40\%) = 0.954$ ，  $k = 12\%$ ，  $E_1 = 1.5 \times (1 + 6\%) = 1.59$

所以，  $PVGO = 0.954 / (12\% - 6\%) - 1.59 / 12\% = 2.65$  元。

## 2.4 股价与投资机会

三种情境	现金红利策略	股票的内在价值
<b>ROE&gt;k</b>	公司应该采取“低比例”的现金分红策略，运用尽可能多的净利润去投资“新项目”，从而获得更高的收益	净利润留存比例越高，股票的内在价值就越大
<b>ROE=k</b>	股票的内在价值与公司采取的现金分红策略无关	等于“不增长”时股票的内在价值
<b>ROE&lt;k</b>	公司应该采取“高比例”的现金分红策略，将净利润尽可能多的分配给股东，不应该运用净利润去投资收益率较低的“新项目”	净利润留存比例越高，股票的内在价值就越小

# CFP认证考试真题



- 在学习增长机会价值（**PVGO**）概念时，金融理财师王生和庞勇发表了以下四种看法，其中正确的是（    ）。
  - A. 王生：股利增长率（**g**）大于0，则**PVGO** 一定为正
  - B. 庞勇：要使**PVGO** 为正，股权收益率（**ROE**）一定要大于必要收益率（**k**）
  - C. 王生：留存比率（**b**）大于0，则**PVGO** 一定为正
  - D. 庞勇：资产收益率（**ROA**）大于债务融资成本，则**PVGO** 一定为正
  
- 答案： B

# 三、投资策略

## 价值型投资策略

投资理念：短期内证券市场价格会经常偏离其内在价值，但市场存在自我纠偏的机制，长期来看市场价格与其内在价值趋同。

操作策略：市场价格明显低于其内在价值时买进证券，明显高估时卖出。

## 成长型投资策略

投资于预期利润或收入具有高增长潜力的成长型上市公司发行的股票。

## 指数型投资策略

使股票投资组合达到与某个特定指数相同的收益，它以市场充分有效的假设为基础，属消极型投资策略之一。

# 知识产权声明



**本教学资源全部知识产权（含已登记软件著作权）归属本机构，受中国法律保护，有专业法律团队维权；未经授权，不得以任何目的（包括但不限于学习、研究等非商业用途）修改、使用、复制、传播；侵权者将可能面临严重法律后果。**

自由 自主 自在