



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

- 中国股票市场
- 股票的分析思路
- 股票价值评估
- 投资策略

# 1. 中国股票市场

## ■ 股票市场结构

- 主板（沪深交易所）、创业板（深交所）、科创板（上交所）、北交所
- 个人投资者比重相对较高

## ■ 交易特点

- 换手率相对较高，费用低于美股

## ■ 波动特点

- 波动性较美股更高

## 2. 股票的分析思路

- 宏观分析
- 行业分析
- 公司分析
- 股票的风险

## 2.1 宏观分析

- 宏观因素通过政策、制度、金融环境、宏观经济景气等因素作用于行业因素或微观公司因素，影响上市公司业绩。
- 影响因素：政策因素、利率因素、通胀因素、汇率因素等

## 2.2 行业分析

### ■ 行业分类

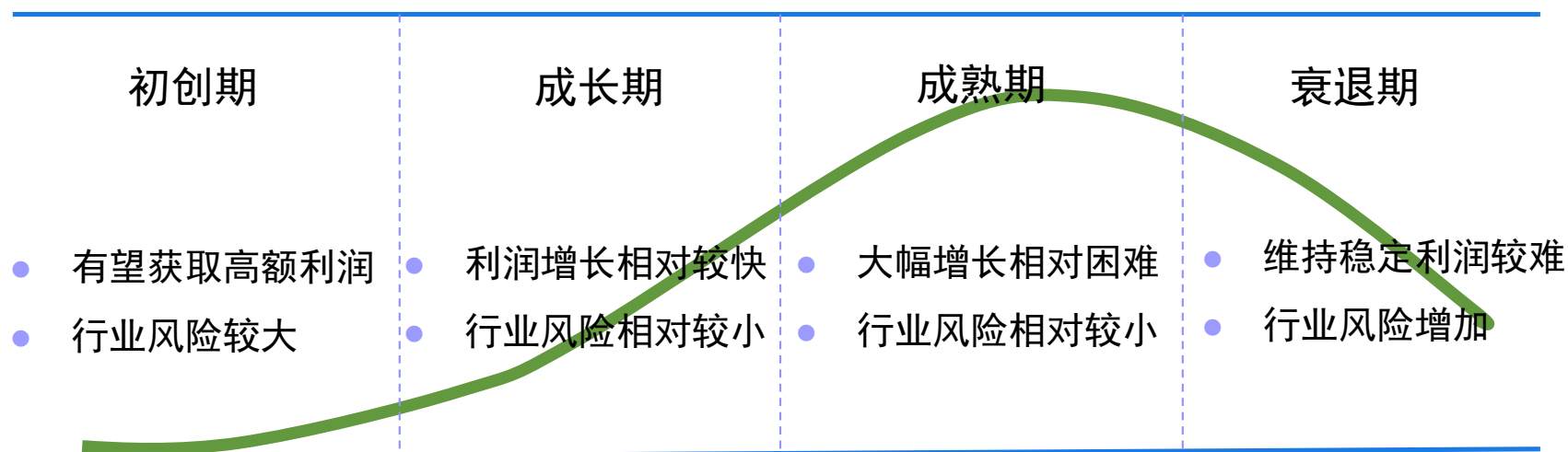
分类标准	类别	特点
周期性	周期性行业	景气度呈周期性波动，如有色金属
	非周期性行业	景气度受宏观经济波动影响不显著，通常为日常生活所需行业，如：食品、医药等。
新技术	传统行业	通常为劳动密集型、制造加工为主的行业，如钢铁、化工等
	新兴行业	相对传统行业而言，是动态变化的。随着新技术和新科研成果诞生和应用而产生的行业，如人工智能
成长性	稳健型行业	行业多属于传统行业或多处于行业生命周期的成熟阶段
	成长型行业	行业规模不断增长，高成长性一般源自于关键技术的突破或是供给和需求的快速扩张

## 2.2 行业分析

### ■ 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。
  - 保守型投资者，可以关注位于成熟期行业中的公司；
  - 稳健型投资者，可以关注位于成长期行业中的公司；
  - 积极型投资者，可以关注位于初创期行业中的公司。

行业生命周期

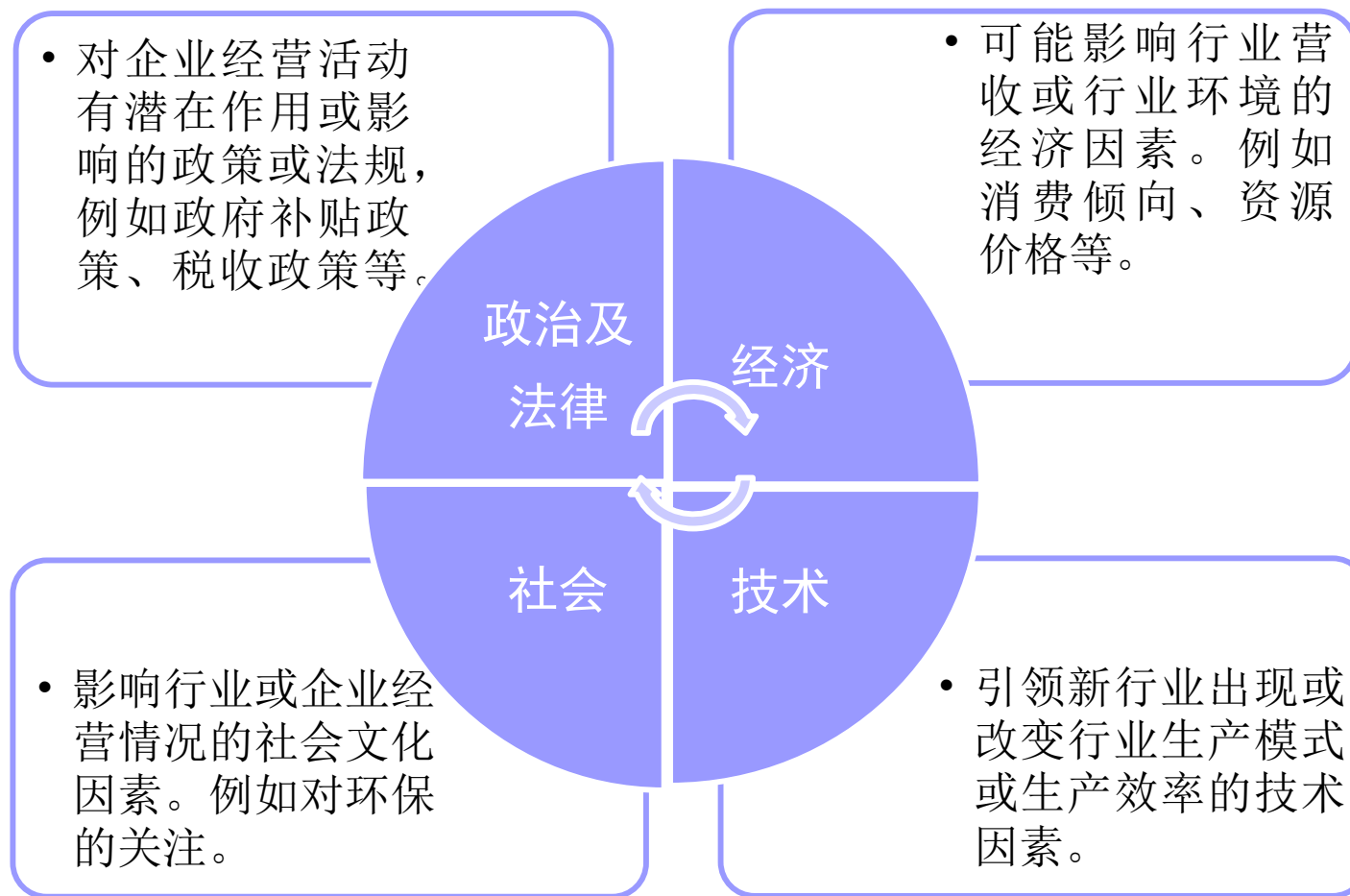




## 2.2 行业分析

### ■ PEST模型

- 该模型对影响行业所处生命周期的政治法律、经济、社会、技术等因素进行分析，进而分析行业的发展潜力及投资价值。



## 2.3 公司分析

### ■ 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。

### ■ 管理团队能力分析

- 管理阶层的能力分析
- 管理阶层的勤勉、尽责与忠诚分析

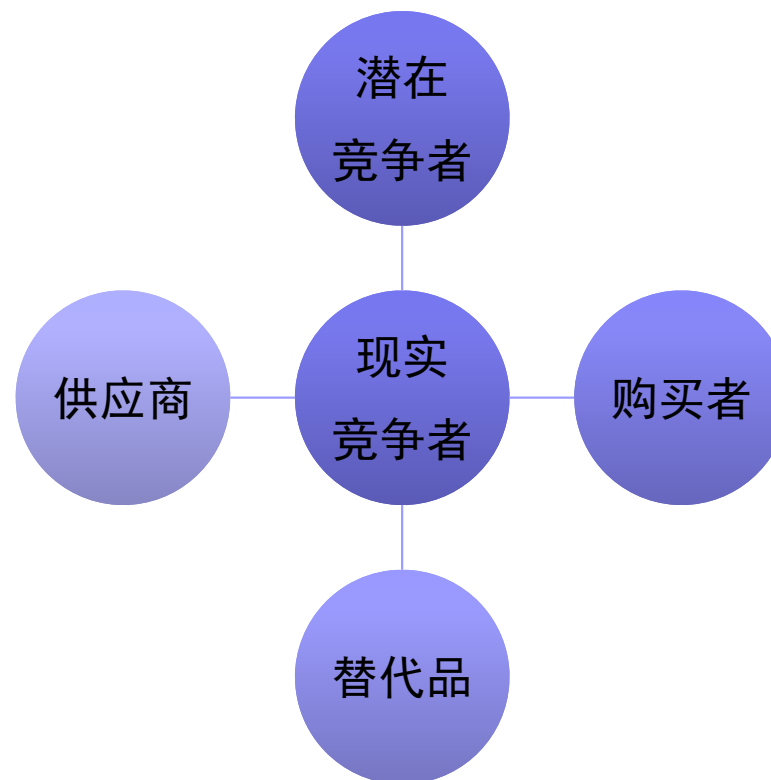
### ■ 研发能力及研发团队分析

- 产品的技术水平分析
- 企业研发投入情况
- 企业技术开发能力分析
- 企业研发团队组成

## 2.3 公司分析

### ■ 战略分析与竞争优势

- 实践中可以用迈克尔波特提出的“五力分析”法



# CFP认证考试真题

- 根据迈克尔·波特对竞争优势的分析，下列哪些因素决定了一个公司的竞争优势？（ ）
  - 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，这四种都是决定竞争优势的因素。

## 2.3 公司分析

### ■ 产品及产业链分析

- 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（产品介绍期、产品成长期、产品成熟期、产品衰退期）
- 公司产品在产业链中的位置（上游企业、中游企业、下游企业）

# 财务指标分析——偿债能力

## ■ 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

# 财务指标分析——管理能力

## ■ 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>

# 财务指标分析——盈利能力分析

## ■ 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”。



# 财务指标分析—杜邦分析

## ■ 核心：净资产收益率的分解

$$\begin{aligned}\text{净资产收益率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{净资产平均余额}} \\ &= \frac{\text{净利润}}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{资产平均余额}} \times \frac{\text{资产平均余额}}{\text{净资产平均余额}} \\ &= \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}\end{aligned}$$

# 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，这可能是由于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。

# 财务指标分析—比较分析

分类	含义	可比标准
纵向比较	关注重点指标的变动是否形成某种趋势	公司自身历史水平
横向比较	关注重点指标相对于可比公司数值的大小，助力判断公司经营能力是否存在比较优势。	公司所在行业平均水平

## 2.4 股票的风险

分类	含义	处理
系统风险	<ul style="list-style-type: none"> <li>由于某种全局性的不确定性因素的变化，进而给所有股票投资者造成损失的可能性。</li> <li>来源包括政治、经济等宏观因素产生的政策风险、利率风险、汇率风险、购买力风险等。</li> </ul>	不能分散风险，但可以跨区域、跨周期或跨产品投资来对冲风险
非系统风险	<ul style="list-style-type: none"> <li>由于某种特有的不确定性因素的变化影响造成投资者损失的可能性。</li> <li>来源包括公司经营状况、公司财务状况等个别性因素产生的经营风险、信用风险等。</li> </ul>	可通过投资组合分散非系统风险

### 3. 股票价值评估

- 投资者的预期收益率
- 股票的绝对估值
- 绝对估值与相对估值的差异

## 3.1 股票的绝对估值

- 绝对估值即现金流贴现模型，基本原理为：
  - 将被估值主体在**未来**可以获得的现金流进行贴现求和

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

- 根据现金流的不同可以分为红利贴现模型和自由现金流模型

## 3.1.1 红利贴现模型

- 假设股东在未来可获得稳定连续的现金分红，可将现金红利作为现金流。

分类	现金流特点	股票估值
稳定红利	分红金额固定（D）、连续且无到期期限	$V_0 = D/r$
永续增长 （Gordon模型）	分红按照固定比例g增长、连续、无到期期限	$V_0 = \frac{D_1}{r-g} \quad (r > g)$ 其中， $D_1$ ：第一年红利 $r$ ：贴现率，可选择基于CAPM模型计算的预期收益率（必要收益率） $g$ ：红利增长率 = $ROE \times b$ = 净资产收益率 × 净利润留存比率 = 销售净利率 × 资产周转率 × 权益乘数 × 净利润留存比率
多阶段增长	分红增长率阶段性调整，每个阶段增长率固定，各阶段不同，从某年开始维持固定增长比例	分阶段贴现

# 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： 此题考察多阶段增长的红利贴现模型。根据CAPM，投资要求的必要收益率 $r=4\%+1.1 \times (12\%-4\%)=12.8\%$ 。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 $V_3=D_4/(r-g)=10 \times (1+3\%)/(12.8\%-3\%)=105.10$ 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，所以王小姐持有的股票的总内在价值 $500 \times 96.92=48,461$ 元。

# 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（ $E_1/r$ ）”与“增长部分（**PVGO**）”

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

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”： $E_1/r$ ；
  - **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：  $PVGO = D_1 / (r - g) - E_1 / r$ 。

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

$D_1 = 1.5 \times (1 + 6\%) \times (0.9/1.5) = 0.954$ ,  $r = 12\%$ ,  $E_1 = 1.5 \times (1 + 6\%) = 1.59$

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

# 影响估值的因素

影响因素	关系	决策
贴现率 $r$	负向影响	如果使用CAPM确定贴现率，其他因素相似时，选择 $\beta$ 小的公司进行投资
净资产回报率ROE	正向影响	选择ROE大的公司进行投资
净利润留存比率 $b$	净利润留存比例对于估值的影响受到贴现率 $r$ 和净资产收益率ROE相对大小的影响，详见下页	

# 影响估值的因素

影响因素	三种情形	与股票的内在价值关系	现金红利策略
b	$ROE > r$	正向影响	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
	$ROE = r$	无关	股票的内在价值与公司采取的现金分红策略无关
	$ROE < r$	负向影响	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”

# CFP认证考试真题

- 红利永续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： $V_0 = D_1 / (r - g) = D_1 / (r - ROE \times b)$ ，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。

## 3.1.2 自由现金流模型

- 自由现金流（FCFE）：指公司经营活动中产生的现金流量在扣除公司业务发展的投资需求和对其他资本提供者的分配后，可分配给股东的全部现金。

- 股票估值

$$V_0 = \sum_{i=1}^T \frac{FCFE_i}{(1+r_i)^i} + \frac{V_T}{(1+r_T)^T}$$

- $V_0$ ：“被估值主体”在现在，即“0时刻”的价值。 $V_T$ ：“T时刻”的价值。
- $FCFE_i$ ：股东在未来第i期可以获得的自由现金流。股东自由现金流是指支付各种经营性支出后，并满足投资需求和履行各种财务义务之后，可供普通股股东支配的剩余现金流。

$FCFE = \text{净利润} + \text{非现金支出净额} - \text{资本性支出} - \text{营运资本增加净额} + \text{负债净增长额}$

- $r_i$ ：“被估值主体”在未来第i期对应的贴现率。

## 3.2 绝对估值与相对估值的差异

	原理	特点
绝对估值	根据投资者未来预期收到的现金流折现计算股票资产的内在价值	判断股价被高估还是低估相对困难： <ul style="list-style-type: none"><li>• 需要合理的参数假设</li><li>• 现金流和贴现率预测困难</li><li>• 对现金流理解不同，需要使用不同的现金流模型</li></ul>
相对估值	使用股价和财务指标得出价格指标，如市盈率、市净率等	可通过横向比较或纵向比较得出公司的股价被高估还是低估，相对简单，市面上有相对成熟的估值分析工具，但是要选取合适的可比标准。



# 4. 投资策略

基本面驱动的策略	价值型投资策略	<ul style="list-style-type: none"><li>• 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。</li><li>• 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。</li></ul>
	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。
套利驱动的策略	市场中性策略	<ul style="list-style-type: none"><li>• 投资理念：同时构建多头头寸和空头头寸以对冲市场风险，使得系数<math>\beta</math>趋近于零，并获得相对稳定的收益</li><li>• 操作策略：股票市场处于上升趋势时，可以考虑市场中性策略，在降低收益波动的同时，仍可获得相对可观的收益。</li></ul>
	可转换证券套利	同时构建可转换证券多头，并持有对应普通股空头。如果普通股股价下跌，可转债多头由于债性，下跌空间有限。如果普通股股价上涨，普通股空头的损失可被可转债多头的获利所对冲。
行为驱动的策略	事件驱动型投资策略	如果市场上投资者对事件的发生与传播对于相关标的影响的分析存在预期差和时间差，此时存在套利空间。可通过分析重大事件发生前后对投资标的的影响不同而进行的套利。
	动量交易策略	由于反应不足和保守心理等因素，证券中期价格具有向某一方向连续变动的动量效应。交易者仅在价格突破预期设定值时买入，期望在更高价时卖出。

# 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