



从风险开始说起—— 证券投资分析基本框架

兴业证券2008年9月新疆乌鲁木齐内部培训资料（一）

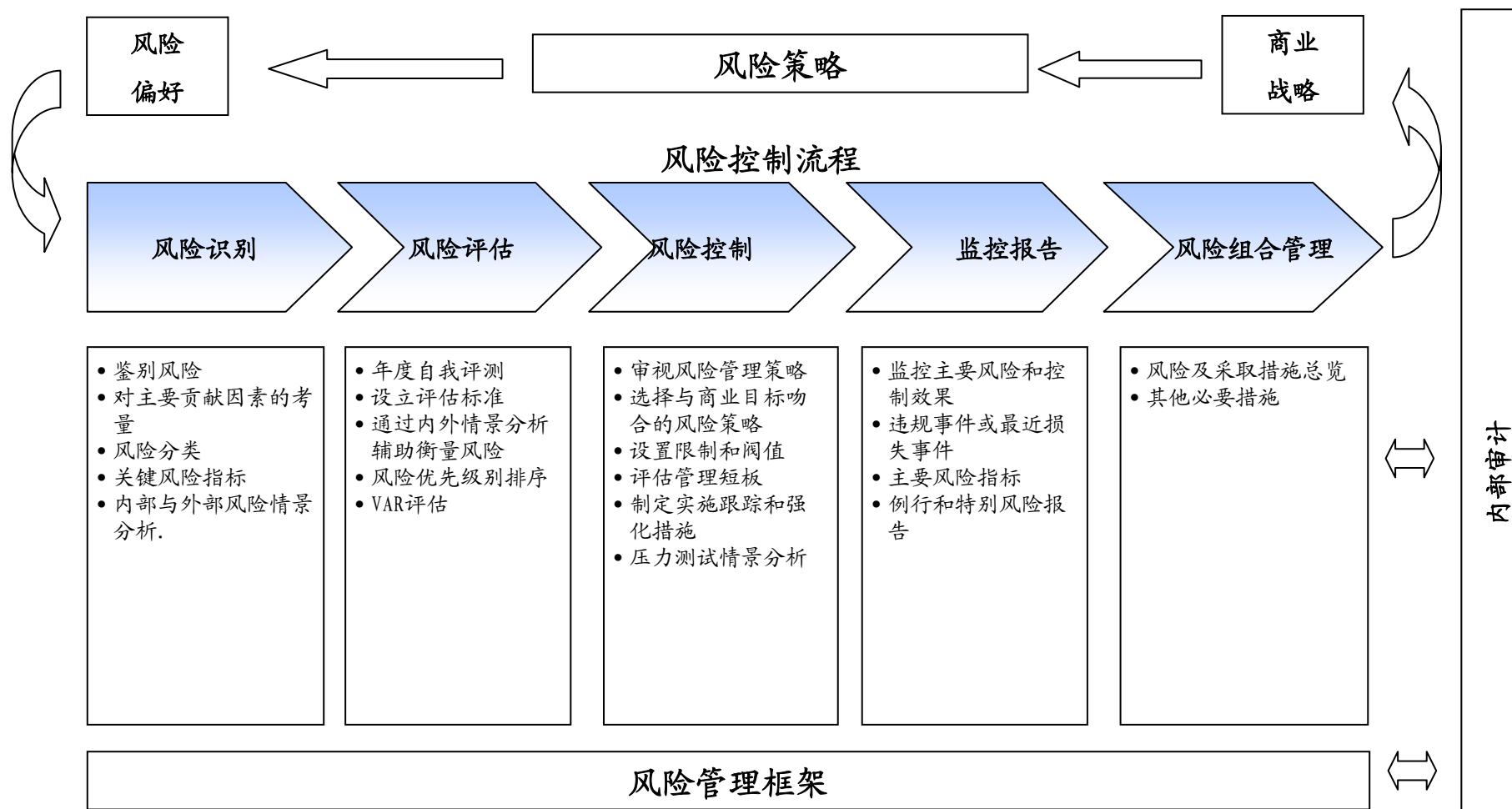
兴业全球基金管理公司 王晓明



目录

- 认知风险--证券投资分析的最终目的
- 行业研究的基本框架
- 公司研究的基本框架
- 关于估值问题的探讨

典型商业环境中的风险管理框架





为什么投资分析的最终目的是认知风险？

- 风险：关于不确定性的衡量；投资者追求的回报：风险调整后的回报；
- 无论是基本面分析还是技术面分析目的都是通过研究，认知风险，总结规律，预测未来，从而提高获胜的概率；
- 大多是投资失误都与对风险认知不足和对风险管理失当有关；



关于风险

- 风险和收益是投资这枚硬币的正反面，而风险管理是一切投资管理的核心
- 证券投资分析的终极目的是为了认知风险
- 投资是在风险和收益上走平衡木，好的投资者在衡量风险和挖掘机会上必须分配同样多时间

思考：长期财富管理的核心是什么？
为什么对冲基金发展迅猛？
客户最需要什么？



将风险控制落实到证券投资的每个环节

- 首先要根据自己的风险偏好确定自己的投资策略（投资理念、投资期限、大类资产选择、分散集中）
- 对投资标的的风险识别：（系统风险、行业风险、公司风险等）
- 对投资标的的风险评估：（指标体系的选择）
- 采取相应的具有可执行性的风险控制措施
- 反馈总结

证券投资分析的目的主要是在风险识别环节上帮助我们确定可能的风险



在投资之前必须问自己的几个问题

你知道自己的风险偏好度吗？
你能说出自己的核心投资理念吗？
你对投资标的的风险收益特征了解吗？
你打算长期投资吗？
你打算集中投资还是分散投资？

你认可市场现在的估值水平吗？
你对公司所处的行业风险有认知吗？
你对公司业务经营风险了解吗？

兵无常势，水无常形，每一种投资方法都有合理性

要想做好投资，了解自己和了解市场一样重要

你采用哪一些指标来衡量市场风险？
你采用哪一些指标衡量行业风险？
你采用哪一些指标衡量公司风险？

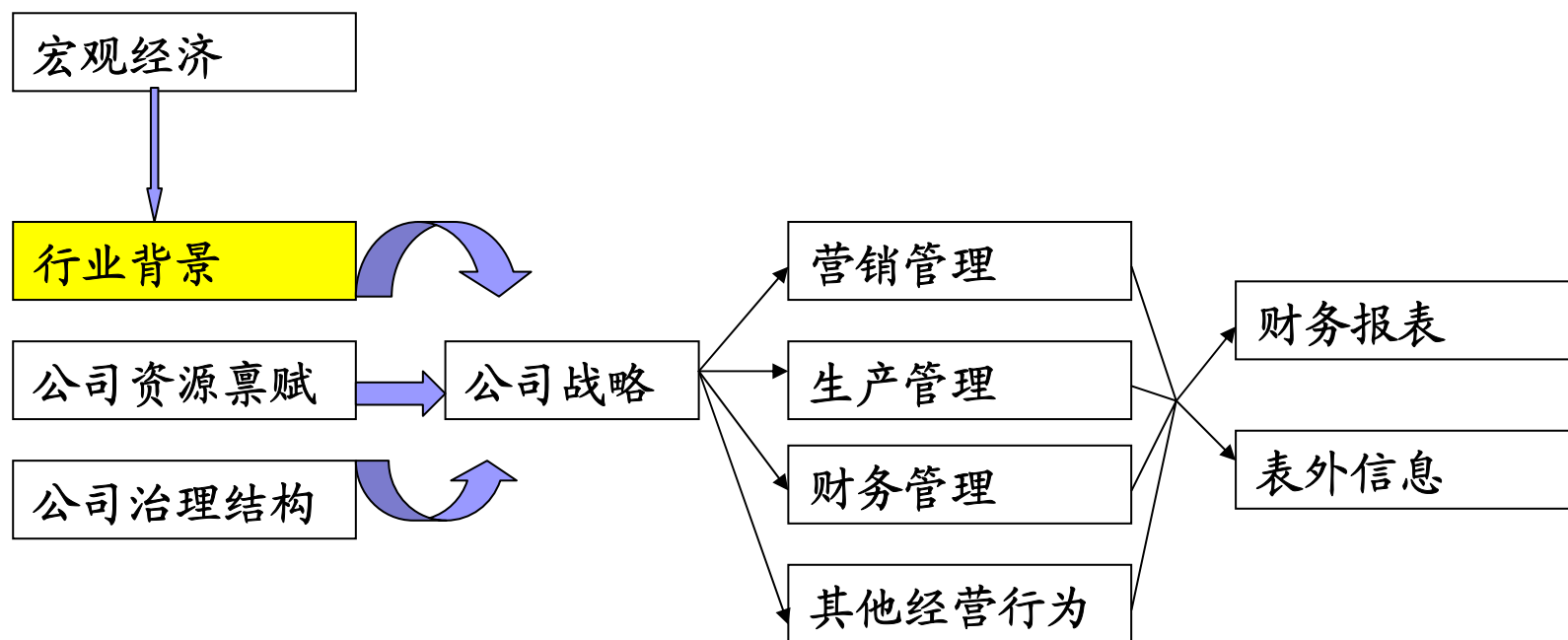
你有相应措施应对风险吗？
你有良好的执行力吗？



目录

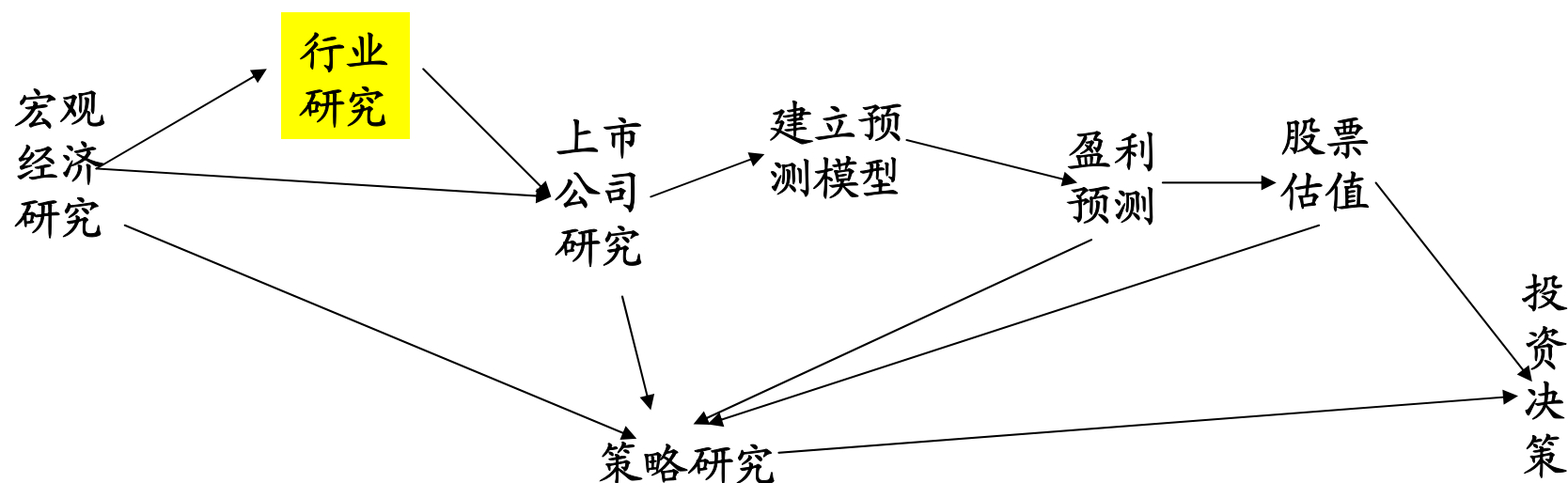
- 认知风险——证券投资分析的最终目的
- 行业研究的基本框架
- 公司研究的基本框架
- 关于估值问题的探讨

行业研究在证券投资分析中的定位



行业研究介于宏观经济研究和公司微观研究之间，是证券投资研究最容易开始的地方，对理解宏观和公司至关重要。

行业研究在证券投资分析中的定位



宏观研究和行业研究都要对未来做预测

公司研究当中很多假设来源于宏观研究和行业研究

公司业绩核心驱动因素来源于行业变量的变化

从现金流贴现模型谈研究的原则

企业价值现金流贴现模型：

$$V = \sum CF_t / (1+r)^t \quad (t, 1, 2, \dots, n)$$

简化稳定增长的模型：

$$V = CF_1 / (r-g) \quad (t, 1, 2, \dots, n; g, \text{稳定增长率})$$

- 1、预期决定价格，预期的变化更加重要；
- 2、增长率是长期增长率而不是一段时期增长率（短期）；
- 3、增长率变化 Dg 更加重要，股票市场盈利增长率的变化预期驱动而不是由盈利驱动；
- 4、导致 r 和 g 发生变化的因素十分重要，并非所有增长都能创造价值；



行业研究的目的

- 帮助公司研究形成对未来的合理预期
- 帮助公司研究寻找合理估值方法和参照系；
- 行业比较，选择合理的行业配置策略；
- 帮助形成合理宏观预期以及评价经济结构。



最基本的行业分析方法

- 供求分析依然是最基本的分析方法（变动分析，弹性分析，行业间差异性） 问题：油气价格管制效应；暴利税对供求的影响；
- 行业成长阶段分析；初创期；成长期；成熟期；衰退期；意义：判断行业未来发展空间、速度以及行业结构的变化；
- 行业发展与宏观经济相关性分析（强周期，弱周期，反周期）；
- 行业景气度分析；意义：行业短期盈利能力的变化；行业增长速度；
- 波特模型分析；买方、卖方、潜在竞争者，替代品，现有竞争者；
- 行业外部环境分析（政治法律环境、经济环境、社会文化环境、技术环境）



需求分析是行业研究的第一步

- 需求的估计与预测（市场调查，权威资料，模型估测，经验估计）
- 影响需求变化的因素（购买力，消费倾向，替代产品，消费习惯，政策导向）
- 不同行业的预测差异；
- 行业内需求结构的差异（双模手机）
- 行业间需求结构变化（行业变迁，新兴行业）



供给—产能变化的研究

- 产能利用率
- 在建产能
- 企业扩张冲动
- 使用周期和新建周期
- 产能与需求缺口
- 产能结构
- 长期和短期产能变化特征



供需分析中其它需要关注的因素

- 产销比率和产销量增长率的变化以及销售收入增长率的变化影响人们对未来消费量的预期
- 行业是有周期性波动的（特征，原因）



市场结构分析

- 规模经济与不经济和市场集中度
- 竞争格局：完全竞争，垄断竞争，寡头垄断，完全垄断

问题：企业决策在不同市场结构下经济效应
政府行为在不同市场结构下的影响



行业特性分析

- 行业能力分析
- 潜在优势分析
- 致胜关键因素分析
- 波士顿矩阵
- SWOT分析
- 价值链分析



市场行为分析

- 企业战略选择（成本领先，差异化，聚焦策略）
- 定价机制（买方市场，卖方市场，政府定价）
- 研究与开发（新技术对行业的影响）
- 企业联合和重组（改变行业特性）
- 多元化（利与弊）
- 产业技术与进步（产业升级）



行业财务特征分析

- 变动成本与固定成本
- 融资环境
- 产业链关系（煤炭行业在产业链上的地位）



产业链结构分析

- 产业链上行业之间的关系
- 产业链上的利润分配（微笑曲线）



产业政策分析

- 产业政策的变化趋势
- 政策变化对行业的影响（需求，供给，竞争格局，产业链的关系）



行业研究当中需要注意的问题

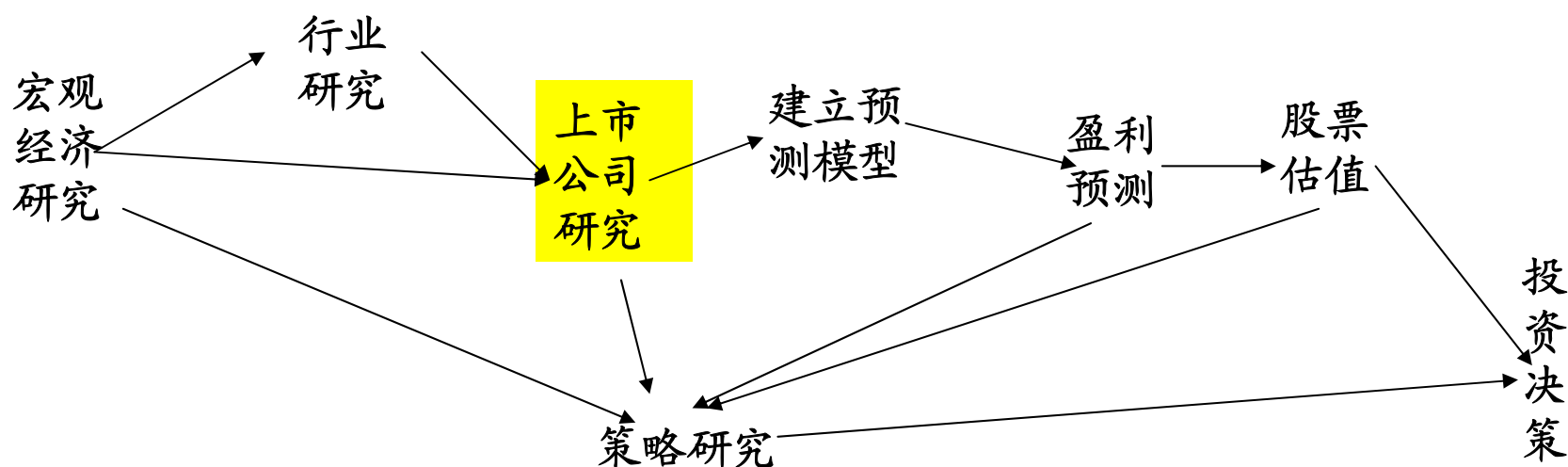
- 不要被市场情绪影响;
- 不要忽略或夸大行业周期性波动;
- 站在全球范围内看待供需变化;
- 不能用行业研究替代公司研究;



目录

- 认知风险——证券投资分析的最终目的
- 行业研究的基本框架
- 公司研究的基本框架
- 关于估值问题的探讨

公司研究在证券投资分析中的定位



无论投资线索来自与哪个层面，公司研究是最终落脚点，是形成投资策略的关键关键环节。

不管是价值投资还是主题投资，一旦离开基于公司研究的股票估值，与摸彩并无差别。



关于上市公司的相关信息

- 法定渠道发布的各项报告、公告
- 媒体渠道发布的相关信息
- 其他渠道了解的相关信息
- 实地调研获得的相关信息

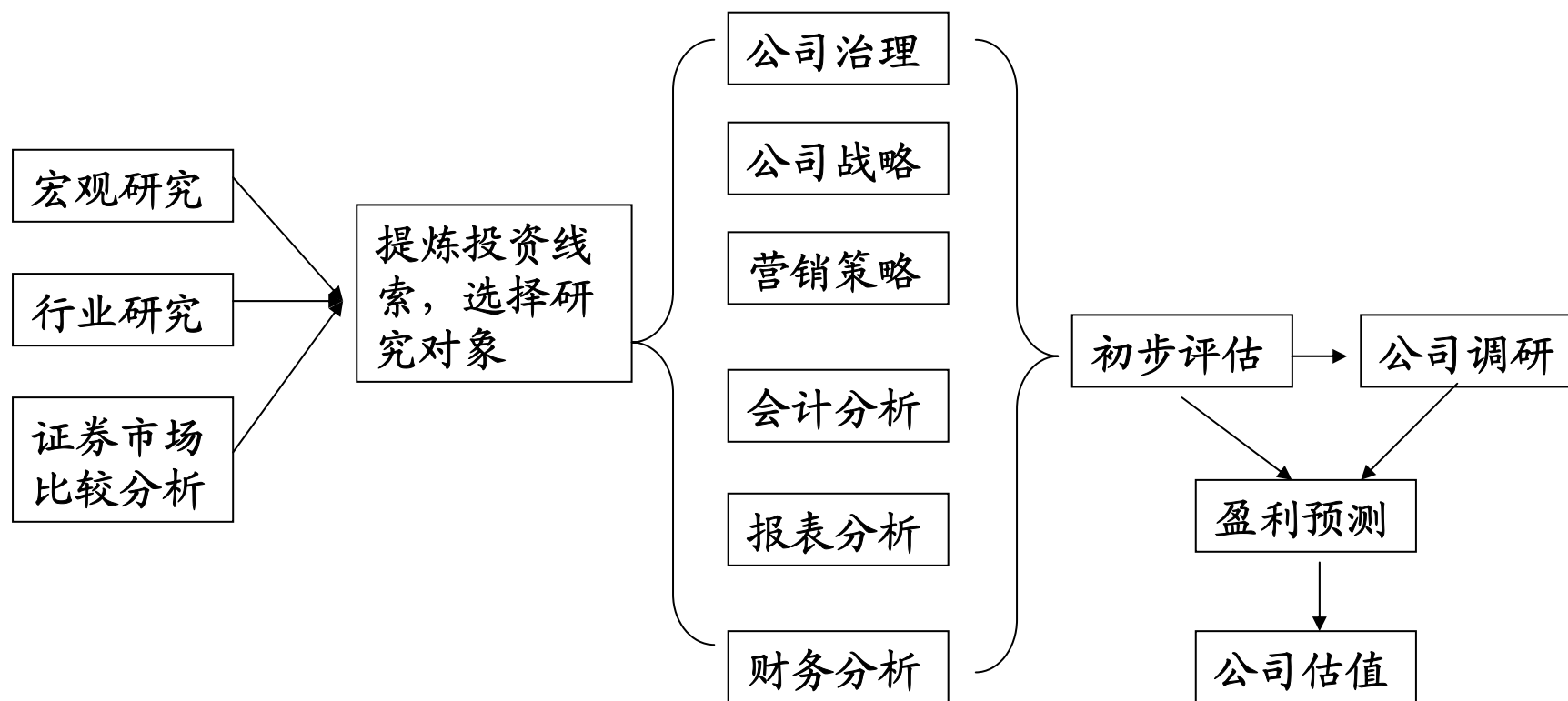
投资提示:

抓住公司信息中最主要的部分，不要被信息迷惑或淹没

不要只获得20%的信息就做出决策

不要因为追逐另外20%的信息不做决策

公司研究中的关键环节





选择研究对象

- 选择研究对象是提供富有投资价值的研究成果的关键，大多数的错误结论首先是因为起点出错，更多研究信息只会强化你的错误观点
- 如何选择：自上而下，自下而上，多重印证



关注公司治理结构

- 公司治理在股东缺位，缺少股东文化，缺少法规约束的市场上至关重要
- 控股股东与少数股东的利益冲突
- 管理层的价值取向与股东之间的利益冲突
- 如何看待内部人控制

企业经营说到底人的问题，缺少良好治理结构的公司很难给股东带来长期利益；好的公司治理可以在资本市场上给公司带来更高估值，更低的融资成本（学习万科好榜样）。



公司战略研究

- 公司战略与内外环境的匹配度
- 公司战略与公司治理的关系
- 公司战略与营销战略和财务战略之间的关系
- 公司的盈利模式与核心竞争力
- 企业发展战略评估
- 寻找企业价值的核心驱动因素



营销战略研究

- 营销中的4P（产品，价格，渠道，促销）
- 企业的营销组合优势在哪里
- 竞争对手是否做得更好
- 企业营销是否带来理想的财务效果



公司财务策略研究

经营活动中的财务决策

营运资本管理

长期资本管理

投资决策

扩张还是收缩？收购兼并

投资项目选择

资金投入需求

绩效评估

融资决策

股权融资还是债务融资？税务效用，债务危机

期限结构匹配

分红决策

如何看待公司快速成长期基本不分红



对公司采用的会计政策进行研究

- 会计政策与行业中其他公司比较（激进、保守）
- 会计政策当中的风险点（会不会改变公司价值，会不会造成每股EPS大幅波动）
- 理解公司会计政策变动的动机



对公司财务报表进行研究利润表

- 主营业务收入（确认依据，经营活动现金流以及应收账款相关分析）
- 成本确认（构成分析，毛利率变化分析）
- 费用确认（三项期间费用变动原因，计提，R&D，非经常性费用）
- 特殊损益项目（营业外收入支出）
- 所得税



对公司财务报表进行研究资产负债表

- 现金、银行存款、其他货币资金
- 应收账款、其他应收款（帐龄、周转、主要借款人、准备计提是否充分）
- 存货（价值和结构、计价、准备计提）
- 在建工程和固定资产（折旧方法，成新度）
- 无形资产（减值测试）
- 长期投资
- 金融工具
- 有息负债
- 职工福利（应付工资、福利费）
- 股东权益（资本公积、盈余公积、未分利润）



研究报表是需要特别关注的问题

- 无形资产
- 固定资产
- 长期投资

价值评估的合理性

- 会计方法变更
- 担保、或有、期后事项
- 资本化和费用化选择
- 企业并购中产生的问题

三张表分析方法和思路

■ 方法:

纵比和横比; 单因素分析;

■ 思路:

资产质量

盈利能力

现金流量

融资偏好

营运资本管理效率

主要财务指标:

变现能力: 流动比例、速动比率

管理效率: 存货周转、应收账款周转

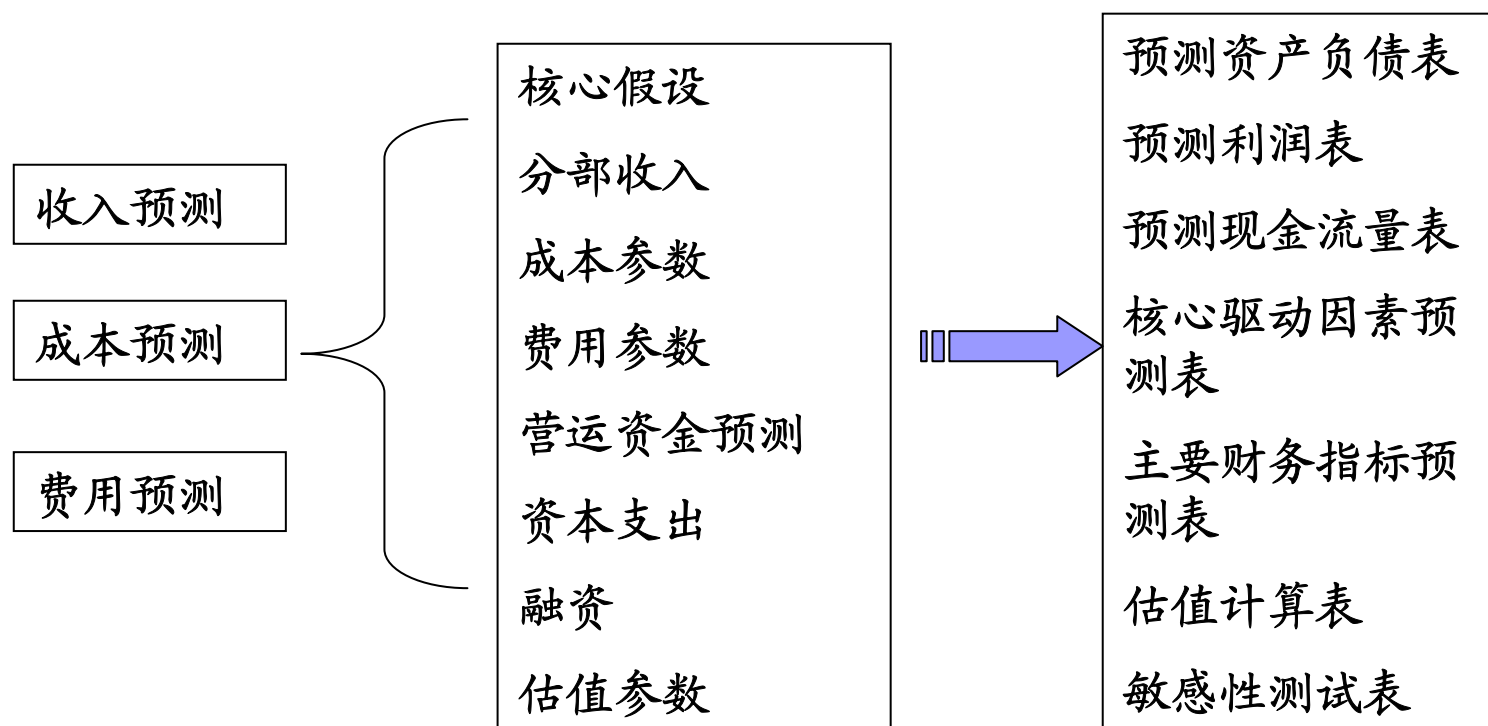
负债状况: 资产负债率、有形净值债务率等

获利能力: 净利率、毛利率, ROA、ROE

流动性分析: 现金到期债务比、现金流动负债比例
销售现金比等

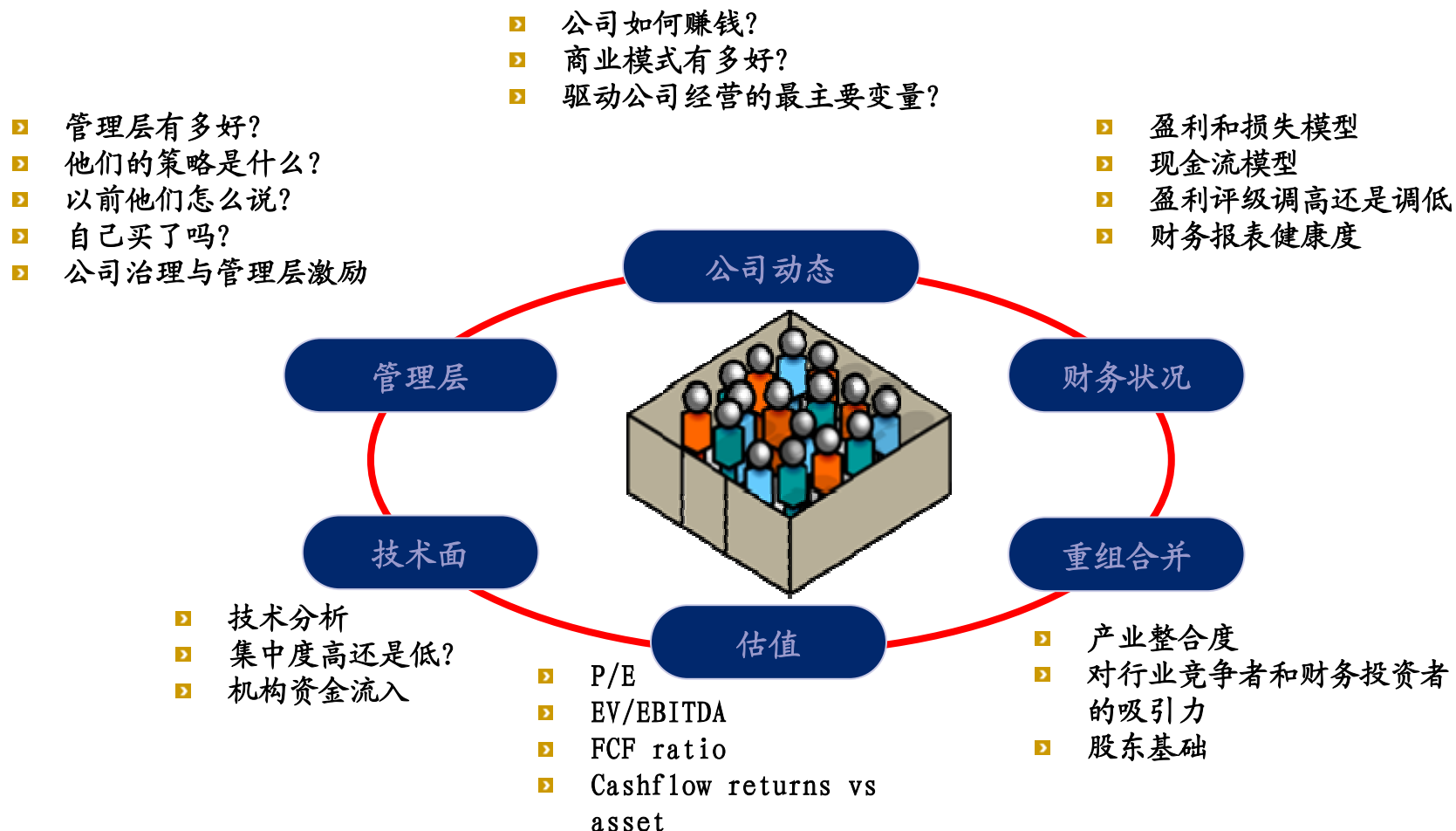
上市公司财务比例: EPS、每股净资产、分红率

建立盈利预测模型的意义



意义：找到关键因素、关键假设，质疑或肯定，做敏感测试寻找最坏或最好可能

如何研究公司：安东尼波顿的建议




“总体而言，我更愿意选择由一般的人运营的好行业而不是那些由明星们运营的差行业”



目录

- 认知风险--证券投资分析的最终目的
- 行业研究的基本框架
- 公司研究的基本框架
- 关于估值问题的探讨



估值方法的简单分类

- 内含价值法：DDM, FCFE, FCFF, EVA等
- 相对价值法：PE, PB, PS, EV/EBITDA等
- 资产价值法：RNAV, 重置成本, 清算价值
- 辅助方法：关于期权价值的衡量

内涵价值法：一般意义上的DCF公式

企业价值现金流贴现模型：

$$V = \sum CF_t / (1+r)^t \quad (t, 1, 2, \dots, n)$$

简化稳定增长的模型：

$$V = CF_1 / (r-g) \quad (t, 1, 2, \dots, n; g, \text{稳定增长率})$$

- 在实际通过DCF模型计算企业价值的过程中通常使用两阶段或三阶段模型
- r 代表合理的折现率，是资本要求的合理报酬率

企业自由现金流FCFF和权益自由现金流FCFE的计算流程

净营业利润	EBIT* (1-T)
加: D&A折旧摊销	
净营业现金流	
减: 营运资本投资	期末和期初 (经营性流动资产减非息流动负债) 差额
CAPEX资本开支	期末无形资产加固定资产-期初+D&A
企业自由现金流	FCFF
减: 利息支付	
加: 新净增债务	本期新借-本期偿还
权益自由现金流	FCFE
减: 分红或回购	
净现金流	

FCFF

- 1、现金流分析清晰
- 2、不受未来几年预测的债务影响
- 3、较强适用性
- 4、用WACC贴现

FCFE

- 1、用权益成本贴现
- 2、适用债务创造价值的公司



几个比较关键的因素

- 如何计量各期的现金流
- 驱动现金流增长的关键因素
- 如何选择合理的 r
- 如何谨慎保守确定终值



DCF模型衡量企业价值的优缺点

优点:

- 1、不受会计政策影响
- 2、不受情绪影响
- 3、容易观察到影响估值的最关键因素

缺点:

- 1、需要长期预测数据
- 2、更多信息输入
- 3、易被人为操纵



相对价值法

- PB, PE, PEG是常用的方法
- PS, EV/EBITDA等从另外的角度衡量企业价值

需要注意的问题:

- 1、预测未来指标的变化比静态的数据更重要
- 2、数据本身说明不了问题,关键在于规律的寻找才是关键
- 3、与可比较的公司比较(参照系的选择)
- 4、PE估值: 关注非经常、周期性公司、多元化公司
- 5、PB估值: 变化规律、ROE和PB的关系
- 6、PEG估值: 强调成长性但不能忽略ROIC



相对价值法的优缺点

优点:

- 1、简单、直接
- 2、便于比较

缺点:

- 1、缺少绝对估值衡量（泡沫高点）
- 2、暗含很多假定（如果期望落空）
- 3、易受外部影响（会计政策、人为操纵）

适用范围:

- 1、成熟行业PE
- 2、重资产周期性行业（有色金属、地产银行）PB
- 3、高增长公司资本开支大的公司EV/EBITDA
- 4、国际比较，常用EV/EBITDA

PE方法看不到的风险——1987年市场崩溃前的美国

用30年期政府债券
收益率与S&P500
指数 PE 倒数比较
PE指标的局限性

		S&P Index	PER	30 Yr G bd (a)	1/pe,% (b)	(a)-(b)
1986	Jan	208.19	14.63	9.32	6.84	2.48
	Feb	219.37	15.67	8.28	6.38	1.90
	Mar	232.33	16.50	7.59	6.06	1.53
	Apr	237.98	16.27	7.58	6.15	1.43
	May	238.46	17.03	7.76	5.87	1.89
	Jun	245.30	17.32	7.27	5.77	1.50
	Jul	240.18	16.31	7.42	6.13	1.29
	Aug	245.00	17.47	7.26	5.72	1.54
	Sep	238.27	15.98	7.64	6.26	1.38
	Oct	237.36	16.85	7.61	5.93	1.68
	Nov	245.09	16.99	7.40	5.89	1.51
	Dec	248.60	16.72	7.33	5.98	1.35
1987	Jan	264.51	15.42	7.47	6.49	0.98
	Feb	280.93	15.98	7.46	6.26	1.20
	Mar	292.47	16.41	7.65	6.09	1.56
	Apr	289.32	16.22	9.56	6.17	3.39
	May	289.12	16.32	8.63	6.13	2.50
	Jun	301.38	17.10	8.40	5.85	2.55
	Jul	310.09	17.92	8.89	5.58	3.31
	Aug	329.36	18.55	9.17	5.39	3.78
	Sep	318.66	18.10	9.66	5.52	4.14
	Oct	280.16	14.16	9.03	7.06	1.97
	Nov	245.01	13.78	8.90	7.26	1.64
	Dec	240.96	13.55	9.10	7.38	1.72
1988	Jan	250.48	12.81	8.40	7.81	0.59
	Feb	258.10	13.02	8.33	7.68	0.65
	Mar	265.74	13.42	8.74	7.45	1.29
	Apr	262.61	13.24	9.10	7.55	1.55
	May	256.20	12.92	9.24	7.74	1.50
	Jun	270.68	13.65	8.85	7.33	1.52
	Jul	269.44	13.59	9.18	7.36	1.82
	Aug	263.73	13.30	9.30	7.52	1.78



资产价值法

- 重置成本法（重置条件不能过于苛刻）
- 清算价值法（各项资产在清算条件下的价值）
- 重估净资产价值法RNAV

关键因素：

各项资产评估的合理性；

不要忽略人力资源和商誉的影响；

不要忽略或有资产或负债



估值问题的探讨

- 公司快速成长，理应给予高估值
- 公司资源价值高达....，股价严重低估
- 公司产能重置成本高达....，股价低估
- 股价低于净资产，被低估
- 模型测算公司价值高达....，被低估

.....

希望能通过估值问题的理论探讨，帮助解决这些问题



快速成长就应该高估值吗？

观点一：公司快速成长，理应给予高估值（万科、中兴通讯）

驳斥：

- 1、有没有非经常因素？（股票市场投资收益）
- 2、是长期的均衡增长吗？（周期性行业特征）
- 3、是价值创造还是价值毁灭的增长？（ $ROIC > WACC$ ？）
- 4、有现金流伴随增长吗？（有质量的增长）
- 5、内涵增长还是外延增长？（价格，产量，外部资金投入，自我积累）



辩证看待资源价值

观点二：公司资源价值高，所以应该给予高估值（山东黄金）

驳斥：

- 1、商品价格是有周期的（你清楚现在处于周期的哪个位置吗？）
- 2、资源价值转换为报表上经济价值是需要时间和额外的资本投入的
- 3、资源的替代性
- 4、不要忽略市场投资者的情绪变化



重置成本有局限性

观点三：公司重置成本高或清算价值高，所以股价低估（新世界）

驳斥：

- 1、重置成本往往含有太多苛刻假设
- 2、不能忽略与投资回报率之间的关系
- 3、清算成本和障碍
- 4、不要忽略无形资产的价值



低市净率的股票就一定安全吗？

观点四：股价低于净资产，价值低估

驳斥：

- 1、如果ROIC低于WACC，持续的价值毁灭
- 2、如果市场逐渐成熟，会出现大量低于净资产的公司
- 3、虚假的低市净率



不要被模型欺骗

观点五：模型测算公司价值严重低估

驳斥：

- 1、模型当中的各项参数是审慎保守的估计吗？
- 2、抓住阶段性最主要因素了吗？
- 3、模型不是公司运营的全部



结论:

- 估值是一个区间而不是一个点，我们可以通过行业分析和公司分析，横向和纵向比较，判断股价处于较高区域或较低区域；
- 证券投资分析的主要目的是通过多种方法多个角度的分析，掌握更多信息，认知风险，了解驱动公司价值提升的关键因素，也有利于加深对市场的理解；
- 更多信息，更科学的方法，与众不同的观点，是挖掘投资机会的关键，也是证券投资分析是否能成功的关键。



谢谢！ 欢迎交流！