

Professional
Degree
经管类专业学位

经管类专业学位研究生
主干课程系列教材

Security Analysis

证券投资分析

罗忠洲 编著

复旦大学出版社

Professional
Degree
经 理 类 专 业 学 位

经管类专业学位研究生
主干课程系列教材

Security Analysis

证券投资分析

罗忠洲 编著



 复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券投资分析/罗忠洲编著. —上海: 复旦大学出版社, 2018. 3
经管类专业学位研究生主干课程系列教材
ISBN 978-7-309-13474-2

I. 证… II. 罗… III. 证券投资-投资分析-研究生-教材 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 014873 号

证券投资分析

罗忠洲 编著

责任编辑/方毅超

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编: 200433

网址: fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售: 86-21-65642857 团体订购: 86-21-65118853

外埠邮购: 86-21-65109143 出版部电话: 86-21-65642845

上海盛通时代印刷有限公司

开本 787 × 1092 1/16 印张 19 字数 395 千

2018 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-13474-2/F · 2442

定价: 48.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司出版部调换。

版权所有 侵权必究

内容提要

本课程在介绍证券投资分析基础知识的基础上，主要从证券价值投资分析、证券投资技术分析和证券投资行为分析三个角度阐述证券投资分析的方法。

证券价值投资分析部分包括相对估值与绝对价值估值理论、基于行业护城河的行业分析和基于价值评估的公司财务分析。证券投资技术分析部分包括技术分析的理论与流派、技术形态分析和技术指标分析。证券投资行为分析包括投资者个体行为理论、投资群体性行为分析和行为资产组合理论。

总 序



社会经济的发展对应用型专业人才的需求呈现出大批量、多规格、高层次的特点。为了适应这种变化,积极进行人才培养目标和培养模式的调整,大力提高人才培养的适应性和竞争力,教育部于2009年推出系列专业学位硕士项目,实现硕士研究生教育从以培养学术型人才为主向以培养应用型人才为主的历史性转型和战略性调整。复旦大学经济学院于2010年首批获得金融硕士专业学位培养资格,经济学院专业学位项目依托强大的学科支持,设置了系统性模块化实务型课程,采用理论与实践结合的双导师制度(校内和校外导师)为学生提供从理论指导、专业实践到未来职业生涯设计的全面指导。目前,已经形成了金融硕士、国际商务硕士、保险硕士、税务硕士、资产评估硕士五大专业学位硕士体系,招生数量与规模也逐年增长。

然而,专业学位(Professional Degree)相对于学术型学位(Academic Degree)而言,更强调理论联系实际,广泛采用案例教学等教学模式。因此,迫切需要编写一套具有案例特色的专业学位核心课程系列教材。本套教材根据专业学位培养目标的要求,注重理论和实践的结合。在教材特色上,一方面讲述前沿的理论框架,一方面介绍理论在实务中的运用,最后进行案例讨论。我们相信,这样的教材能够使得理论和实务不断融合,提高专业学位的教学与培养质量。

复旦大学经济学院非常重视专业学位教材的编写,2012年就组织出版了金融硕士专业学位核心课程系列教材。经过五年时间的探索和发展,一方面是学院的专业学位硕士由金融硕士扩展到了五大专业硕士学位体系,另一方面对如何进行学位培养和教材建设想法也进一步成熟,因此有必要重新对教材的框架、内容和特色进行修订。2015年4月,我院组织专



家审议并通过了专业学位研究生课程教材建设方案。2015年12月,完成了专业学位核心课程的分类,初步设定建设《金融理论与政策》《投资学》《公司金融》《财务报表分析》《金融风险管理》等核心课程教材。2016年10月,组织校内外专家制定了《复旦大学经济学院专业学位核心课程教材编写体例与指南》,2016年11月组织教师申报教材建设并召开我院专业学位研究生教指委会议讨论,针对书稿大纲进行讨论和修订,删除了目前教材之间的知识点重复现象,提高了教材理论的前沿性,修改和增加了教材中每章的案例,突出教材知识点的实务性。教材初稿完成以后,又邀请校外专家进行匿名评审,提出修改意见和建议。然后,再要求作者根据校外专家的匿名评审意见进行修改。最后,提交给我院专业学位研究生教指委进行评议并投票通过后,才予以正式出版。

最后,感谢复旦大学研究生院、经济学院以及学院专业学位研究生教指委提供的全方位支持和指导,感谢上海市高峰学科建设项目的资助,感谢校外专家对书稿的评审和宝贵意见,感谢复旦大学出版社的大力支持。本套教材是复旦大学经济学院专业学位教材建设的创新工程,我们将根据新形势的发展和教学效果定期进行修正。

经管类专业学位硕士核心课程系列教材编委会

2017年6月

前 言

证券投资分析是微观金融学的重要组成部分。证券投资分析是指人们通过各种专业分析方法,对影响证券价值或价格的各种信息进行综合分析以判断证券价值或价格及其变动的行为。目前主流的证券投资分析方法主要有基础分析法、技术分析法、心理分析法和组合分析法四大类。因此,本教材在介绍证券投资分析基础知识的基础上,主要从证券价值投资分析、证券投资技术分析和证券投资行为分析三个角度阐述证券投资分析的方法。

主要内容

第一部分(第一、第二章)证券投资基础知识。本部分的主要内容是介绍证券投资分析的概念和目的,不同证券投资分析方法的主要思想和各自特点,不同投资分析策略及其适用场合,证券投资业绩评价指标。阐述证券投资分析中宏观经济环境分析框架,并结合其在中国的实际应用情况,分析宏观经济增长与通货膨胀、货币政策与流动性以及财政政策与产业政策对证券投资的影响,奠定证券投资分析的宏观基础。

第二部分(第三章至第五章)证券价值投资分析。证券价值投资最核心的内容就是对不同证券的价值进行评估。本部分主要介绍了 PE、PB、PS 等相对价值估值模型和红利折现模型、自由现金流模型等绝对价值估值模型。另外,还介绍了 DEVA 估值模型、实物期权估值模型和剩余收益估值模型。价值投资需要寻找经济护城河宽的公司和行业,本部分介绍了经济护城河的含义及其来源,以及识别公司和行业护城河的方法。本部分还介绍了行业生命周期和行业竞争结构的分析框架,宏观经济周期与行业发展的关系以及美林投资时钟在行业轮动中的应用。公司财务报表是公

司财务状况和经营成果的反映,是上市公司投资价值预测与证券定价的重要信息来源。本部分介绍了资产负债表、利润表、现金流量表等财务报表的基本构成,公司基本素质分析的方法与重点,公司盈利、运营和偿债能力相关的财务分析指标,介绍了利用各主要财务比率之间的内在联系,对公司财务状况和经营成果进行综合系统评价的杜邦分析法。

第三部分(第六章至第八章)证券投资技术分析。证券投资技术分析就是抛开证券内在价值,只根据证券市场行为和供求关系,分析判断证券价格变化趋势,从而决定证券投资时机的分析方法。本部分主要介绍证券投资技术分析的前提假设,K线法、切线法、形态法、指标法等证券投资技术分析方法,道氏理论、波浪理论、江恩理论和时间周期理论等证券投资技术分析理论。在技术形态方面,介绍了支撑线和压力线、趋势线和轨道线的作用及其突破和转化,W(M)头、头肩底(顶)、圆弧底(顶)、V形等反转突破形态和三角形、楔形、旗形、矩形等持续整理形态的形成过程、特点及应用规则。在技术指标方面,介绍了MA、MACD和BOLL等趋势类指标,RSI、W%R和KDJ等震荡类指标,ADL、ADR等大势类指标,OBV、VR等成交量类指标,以及ABBR、CR和PSY等人气类指标的含义、计算方法和运用法则。

第四部分(第九章至第十一章)证券投资行为分析。从心理学角度理解投资者个体行为的非理性特征,发现投资者群体行为的特点,通过行为资产定价与组合模型,可构建更优的行为投资策略。本部分主要介绍了证券市场中个人投资者过度自信、锚定效应、框架依赖、禀赋效应等非理性心理和行为偏差,行为金融学对证券市场异象的解释,前景理论的基本内容、应用及最新发展。在投资群体行为方面,介绍了基于不完全信息、声誉和补偿机制的羊群行为及其市场效应,投资者互动模型的基本思路和多种群投资者互动模型的现实特征,金融泡沫的成因及相关特征。在行为资产组合与行为投资决策方面,介绍了噪声交易模型的基本原理,了解传统资产定价模型和资产组合模型的基本内容及其缺陷,理解行为资产定价模型的核心观点,行为资产组合理论中单一心理账户和多个心理账户基本原理,掌握基于行为金融学的投资策略原理。

本书特色

本书相较于其他证券投资分析教材具有以下特色:

首先,本教材在结构安排上以主流的证券投资分析方法为纲,包括证券投资分析基础、证券价值投资分析、证券投资技术分析和证券投资行为分析四部分内容。国内教材主要包括前三部分内容,或者聚焦于证券投资技术分析部分,较少分析证券投资行为。

其次,本教材在内容上强调证券投资分析理论在中国证券市场的运用,尝试运用量化交易策略验证证券投资分析的估值方法、技术指标在中国的适用性。证券投资分析是实践性很强的课程,国内教材多以国外案例阐述相关证券投资理论,由于国内外投资环境、

参与群体和微观市场结构的差异,运用中国案例解释证券投资分析理论显得尤为重要。本教材在证券投资分析基础部分,分析了中国宏观经济运行与证券投资分析的关系,美林投资中在中国的适用性;在证券价值投资分析部分,运用量化投资策略验证了 PE、PEG、PB、PS 等估值方法在中国进行价值投资分析的可行性;在证券投资技术分析部分,所有案例均来自国内证券市场指数或个股走势,并精心选取市场大盘反转关键点位如 2007 年 10 月 16 日上证 6124 点前后的 M 形、2001 年 6 月 14 日上证 2245 点前后的圆弧顶、2009 年 8 月 4 日 3478 点到 2014 年 7 月 21 日 2054 点的长期压力线等经典案例,运用量化投资策略验证了 KDJ、RSI、MACD 等技术指标在中国进行技术投资分析的可行性;在证券投资行为分析方面,分析了行为资产定价模型在中国的运用。当然,由于篇幅限制,以及本丛书各教材内容之间的协调,本教材未包括债券的估值、传统的证券投资组合理论和期货期权等衍生产品的相关内容。

最后,本教材在证券投资分析理论上,除了介绍传统的证券投资理论,还增加了巴菲特的经济护城河、欧奈尔的 CAN SLIM 选股策略、费雪的超级强势股策略等投资大师的理论,运用量化投资策略验证了欧奈尔、费雪的选股策略在中国的可行性。每章均采用针对本章核心内容的小案例、小专栏,教材最后增加了做空的大案例,以丰富证券投资分析内容,增强教材的可读性。

适用对象

本教材适用于高等院校金融学、经济学和管理学专业的本科生和研究生,也适用于零起点的普通投资者。

感谢

在本教材的编著过程中得到了很多人的帮助,特别感谢我的研究生:王奇超(第二、四章)、黄玉莹(第一、三、五章)、虞圳劬(第六、七、八章)和黄鹂鸣(第九、十、十一章)等同学在资料收集、文字整理和图表制作等方面的辛勤付出,感谢董方红、袁景、王硕、李诗雯、余倩莹等 2017 级研究生帮助校对文字、提出宝贵修改建议,感谢复旦大学金融研究院张金清教授、沈红波副教授等老师的热情指导,感谢复旦大学出版社编辑方毅超老师的辛勤付出。由于时间限制,教材结构安排和内容难以达到尽善尽美,书中如有遗漏和不当之处,还请读者朋友们批评指正!

目 录



第一章 证券投资基础知识	1
教学目的与要求	1
第一节 证券投资分析的含义及目标	1
一、证券投资分析的含义	1
二、证券投资分析的目标	1
三、证券投资与投机	2
第二节 证券投资分析的方法	3
一、证券投资基础分析法	4
二、证券投资技术分析法	5
三、证券投资心理分析法	6
四、证券投资组合分析法	7
第三节 证券投资分析的手段	9
一、自上而下和自下而上	9
二、积极投资和消极投资	9
三、定性分析和定量分析	10
第四节 证券投资业绩评价	10
一、詹森指数(Jensen ratio)	11
二、特雷诺指数(Treynor ratio)	11
三、夏普指数(Sharpe Ratio)	11
四、索提诺指数(Sortino ratio)	12
五、信息指数(information ratio)	12
案例分析:市场中存在 Alpha 收益吗?	12
小结	13
习题	14

第二章 证券投资宏观环境分析	15
教学目的与要求	15
第一节 宏观经济分析框架	15
一、宏观经济政策的目标	15
二、凯恩斯主义经济学	16
三、古典经济学	21
四、宏观经济与证券市场的互动关系	25
第二节 货币政策与流动性	27
一、货币政策分析框架	27
二、流动性分析框架	32
第三节 财政政策与产业政策	36
一、财政政策分析与证券投资	36
二、产业政策与证券投资	39
案例分析：宏观经济周期与“通胀无牛市”	40
小结	41
习题	42
第三章 估值理论	43
教学目的与要求	43
第一节 相对价值估值模型	43
一、市盈率	44
二、PEG	47
三、市净率	48
四、市销率	50
五、市值法	51
第二节 绝对价值估值模型	52
一、红利贴现模型	52
二、自由现金流贴现模型	56
第三节 其他估值模型	60
一、DEVA 估值模型	60
二、实物期权法估值模型	61
三、剩余收益估值模型	63
案例分析：肯尼斯·费雪“超级强势股”选股策略及其在中国市场的应用	65

小结	66
习题	67
第四章 行业分析	68
教学目的与要求	68
第一节 行业生命周期与行业竞争结构	68
一、行业生命周期	68
二、行业结构与行业竞争	70
三、行业变迁与股价表现	72
第二节 经济护城河	75
一、经济护城河的源泉	75
二、寻找经济护城河	79
三、经济护城河的动态变化	81
第三节 宏观经济周期与行业轮动	83
一、宏观经济周期与行业发展	83
二、美林投资钟与大类资产配置	86
案例分析：中国股票市场的行业轮动情况	90
小结	91
习题	92
第五章 公司财务分析	93
教学目的与要求	93
第一节 财务报表分析基础	93
一、资产负债表	94
二、利润表	96
三、现金流量表	97
四、所有者权益变动表	99
五、附注	100
第二节 公司基本面分析	100
一、公司行业地位	100
二、公司经营能力	101
三、公司成长性	102
第三节 公司财务分析	103

一、公司盈利能力	103
二、公司营运能力	105
三、公司偿债能力	108
四、杜邦分析法	114
五、沃尔评分法	116
案例分析：欧奈尔的 CAN SLIM 选股策略及其在中国市场的应用	117
小结	119
习题	119
 第六章 证券投资技术分析理论	121
教学目的与要求	121
第一节 证券投资技术分析理论基础	121
一、证券投资技术分析的 <u>理论基础</u>	121
二、三大假设的局限性	122
三、证券投资技术分析的优势及其局限性	123
四、运用证券投资技术分析时应注意的问题	123
第二节 证券投资技术分析方法	124
一、K 线法	124
二、切线法	125
三、形态法	125
四、指标法	125
五、波浪分析法	125
第三节 证券投资技术分析常用理论	126
一、道氏理论	126
二、波浪理论	127
三、江恩理论	131
四、时间周期理论	133
五、混沌理论	134
六、缺口理论	135
案例分析：2014 - 2015 年牛市五浪上涨的波浪理论分析	136
小结	137
习题	137

第七章 证券投资技术形态分析	138
教学目的与要求	138
第一节 支撑线与压力线	138
一、支撑线和压力线的含义和画法	138
二、支撑线和压力线的作用	139
三、支撑线和压力线的理论依据	139
四、支撑线和压力线的突破与转化	140
五、基于支撑线和压力线的买卖操作	140
第二节 趋势线、轨道线与黄金分割线	141
一、趋势线	141
二、轨道线	143
三、黄金分割线和斐波那契数列	144
第三节 技术形态	145
一、价格运行的一般规律和基本形态类型	145
二、反转突破形态	147
三、持续整理形态	155
案例分析：平台突破形态量化投资策略	162
小结	163
习题	164
第八章 证券投资技术指标分析	165
教学目的与要求	165
第一节 技术指标分类	165
一、技术指标的概念	165
二、产生技术指标的方法	166
三、技术指标的六个应用法则	166
四、技术指标的分类	167
第二节 趋势类指标	168
一、移动平均线(MA)	168
二、指数平滑异同移动平均线(MACD)	171
三、布林线指标(BOLL)	175
第三节 震荡类指标	178
一、相对强弱指标(RSI)	178

二、威廉指标(W%R)	181
三、随机指标(KDJ)	182
四、乖离率(BIAS)	186
第四节 大势类指标	189
一、腾落指数(ADL)	189
二、涨跌比率(ADR)	190
第五节 成交量类指标	191
一、能量潮指标(OBV)	191
二、成交量比率指标(VR)	192
第六节 人气类指标	194
一、人气和买卖意愿指标(ARBR)	194
二、中间意愿指标(CR)	197
三、心理线(PSY)	198
案例分析:上证50技术指标量化投资策略回溯	200
小结	202
习题	202
 第九章 投资者个体行为分析	 203
教学目的与要求	203
第一节 投资者心理与行为偏差	203
一、过度自信与过度交易	203
二、证实偏差	204
三、锚定效应	205
四、代表性偏差	206
五、框架依赖	206
六、损失厌恶与禀赋效应	207
七、后悔厌恶与处置效应	207
第二节 证券市场的异象	208
一、证券市场异象	208
二、对证券市场异象的解释	211
第三节 前景理论	213
一、前景理论的基本内容	213
二、前景理论的应用	220

三、前景理论的发展	222
案例分析：证券投资基金中的处置效应和反处置效应	225
小结	226
习题	226
 第十章 投资群体行为分析	227
教学目的与要求	227
第一节 羊群行为及其市场效应	227
一、羊群行为	227
二、羊群行为成因	228
三、金融市场上羊群行为研究	233
第二节 投资者互动模型	235
一、模型基本思路	236
二、LLS 模型	236
三、股价的涨跌及周期循环	238
四、多种群 LLS 模型的现实特征	239
第三节 金融泡沫	240
一、金融市场泡沫	240
二、理性泡沫与非理性泡沫	241
三、资产泡沫的特征	242
案例分析：我国大宗商品期货市场存在羊群行为吗	244
小结	245
习题	245
 第十一章 行为资产组合与行为投资决策	246
教学目的与要求	246
第一节 噪声交易与资产定价	246
一、噪声交易者基本模型	246
二、噪声交易与资产定价	247
三、中国证券市场的噪声交易问题	248
第二节 行为资产定价模型	250
一、CAPM 及其拓展模型	250
二、行为资产定价模型	253



第三节 行为资产组合理论模型	254
一、传统资产组合理论的局限性	254
二、行为资产组合理论	255
第四节 行为投资策略	259
一、逆向投资策略	259
二、动量交易策略	260
三、小盘股策略	260
四、集中投资策略	261
五、量化投资策略	261
案例分析：BAPM vs CAPM：来自中国 A 股市场的实证	262
小结	263
习题	264
 案例分析 浑水做空辉山乳业：海外机构狙击中概股之道	265
引言	265
1. 昨日之日不可留	266
2. 浑水摸鱼：一池浑水，谁能得鱼？	267
3. 今日之日多烦忧	273
 参考文献	283