

Introduction to
Security Investment

投资者必读的中国版《证券分析》

证券投资圣经

何诚颖 等◎著

如何穿透宏观、行业到公司分析的层层迷雾？
如何从令人眼花缭乱的指标中寻找定海神针？
如何通过价值分析寻找被遗弃人间的“天使”？
如何使用衍生工具让你的投资收益稳步增长？

一本书带你迎接个人投资者时代的到来



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

Introduction to
Security Investment

证券投资圣经

何诚颖 等◎著



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资圣经 / 何诚颖等著. —北京: 中国财政经济出版社, 2016. 9

ISBN 978 - 7 - 5095 - 6988 - 7

I. ①证… II. ①何… III. ①证券投资 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 234406 号

责任编辑: 郁东敏

责任校对: 李 丽

封面设计: 田 晗

版式设计: 董生平

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 44 印张 775 000 字

2017 年 1 月第 1 版 2017 年 1 月北京第 1 次印刷

定价: 78.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 6988 - 7/F · 5595

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报热线: 010 - 88190492、QQ: 634579818

中国资本市场需要什么样的分析师

——一位证券分析师的探索与思考

(代序)

(一)

中国的证券分析师起源于早期活跃在各类媒体上的股评家。他们大多数没有接受过专业的训练，而且热衷于对股票价格走势作出神乎其神的预测。股评家的出现迎合了大量散户投资者的需要，后者只关心短期价格的涨跌，而不在意严格的价值分析。随着证券市场的壮大，机构投资者逐渐成为市场的重要力量。那些不具备专业水准的“吆喝式”的股评显然无法适应资金规模巨大的机构投资者的需要，大部分股评家因失去了存在的理由而销声匿迹；另一些不甘寂寞的股评家则转移阵地，通过自媒体摇身一变成为“网红”，继续以一种娱乐化的方式活跃于散户之中。

如今，证券分析行业已经成为一个高学历、高收入而且十分严肃的行业，每年大量从国内外名校毕业的学生都希望进入证券业成为分析师。经常有人问我，分析师是干什么的？为什么有那么高薪水？成为证券分析师又有什么要求……其实，分析师只是一个笼统的说法。按照研究领域的不同，分析师包括宏观分析师、策略分析师以及行业分析师等。他们服务于不同的机构，其中证券公司研究所的分析师比例最大，还有一小部分分析师分布在基金公司、保险公司等机构。分析师们本来应该从事的是同质性的工作，但在行业链条上却形成上下游关系，上游成为卖方，下游成为买方。就工作的目的性而言也存在较大区别。券商研究员是为了做好研究，

为基金公司服务，获得佣金和取得较高排名。基金公司研究员做好研究是为了服务基金的投资操作，获得投资经理的认可、基金净值增长以及基金在市场中的相对排名。概而言之，即券商的卖方研究员做研究主要是对外服务于佣金，而基金公司研究员做研究主要是对内服务于投资。

分析师对专业性有着很高的要求，只有受过严格训练的人并且经过几年的专业实践才有可能成为分析师。《新财富》发布的2015中国证券研究行业报告显示，78%的分析师最高学历为硕士，19%拥有博士学位，而本科学历的分析师只占3%。近80%的分析师毕业于国内知名大学，另有15.75%的分析师具有海外留学经历。在美国，如果你想成为一个真正的证券分析师，要获得注册金融分析师（CFA）资格，否则只能做最初级的分析员（Analyst）。具有注册金融分析师资格的分析师年平均收入可以达到17.8万美元，远超哈佛MBA的12.8万美元。《金融行业证券分析师收入趋势调查》2014年的数据显示，国内分析师月薪平均数为1.5万元，有4.6%的分析师月薪在7万元以上。

要想成为一个好的分析师，必须具备相应的行业背景、很强的数学功底以及正确分析财务数据的能力。证券分析涉及各行各业，包括医药、机械、生物、信息等。但除了专业水准外，一名合格的分析师应该具备独立的姿态和工匠精神。所谓工匠精神，用在分析师身上指的是一种精益求精、专注、精确、极致、卓越的精神。世界知名券商的分析师因为其分析的准确性和客观性，往往对全球市场具有举足轻重的影响力。比如，高盛分析师发布的报告能够对全球商品、股票价格等产生巨大影响，而其提出的某些概念如“金砖四国”等也为世界各国广泛接受，并产生了深远的政治影响。

严格地讲，分析师的研究报告是提供给机构客户而非散户的^①，因为

^① 除了写好自己的研究报告，在公司的投资银行部承销股票时，分析师也要给予支持，参加招股说明书和投资价值分析报告的撰写；还要为公司的经纪业务部门提供咨询、参加营业部的专题报告会等。公司的销售人员会把分析师的研究报告发送给各大投资机构，如果机构的负责人对报告的内容感兴趣或者认为观点很有参考价值，证券分析师可能会亲自登门拜访机构客户，二者就推荐公司的具体情况深入研究探讨，这被称为“路演”。根据报告的数量、质量以及证券公司提供的有用信息的多少，机构投资者会定期对每位分析师及其所属的券商进行服务评价。如果他们觉得对某个证券公司的服务较为满意，就会在那个券商名下开户，分配一定的交易额度，这被称为“基金分仓”。这种争取到的经纪业务的佣金，便是证券公司的服务收入。

很多散户并不像机构投资者那样较严格地依据基本面因素进行投资。也正因为分析师主要是服务于机构投资者，受利益所驱，他们常常陷于矛盾境地而难以提供独立、客观的建议。比如美国的安然公司在其财务造假被揭露之前，分析师仍然极力推荐其股票。《大空头》的作者迈克尔·刘易斯说：华尔街研究界的最大问题，是它不再服务于投资人，而变成服务于投资银行的业务人员。但无论服务于谁，分析师的研究都应该保持独立性和客观性，否则便谈不上价值。

(二)

2011年，我远赴美国沃顿商学院学习金融与证券，希望能借此机会把美国的成熟投资理念和证券分析方法介绍给国内的分析师和投资者。美国资本市场既有着悠久的历史，又焕发着勃勃生机。在美国的所见、所闻、所学、所思，让我切身感受到，中国股市的市场结构、投资理念和投资行为与美国有着巨大差异，简单套用美国的投资理念或方法可能难以令人满意。投机大师科斯托拉尼说，股票价格与基本面价值的关系就像牵绳遛狗，不论狗跑了多远，不论其向前跑、向后跑，最后终究会回到主人的身旁。但跟美国相比，中国市场的这根遛狗绳显然太长了。

2014年，A股在万众期待的新一轮改革预期中进入牛市状态。中小板和创业板是这轮牛市的先知先觉，在经历过“三高泡沫”破灭之后，于2012年12月底率先开始走出了长达两年的震荡修复行情。此后，无论是上市公司的数量还是股票发行量均大幅度增加。2014年11月22日，央行降息周期窗口打开，上证指数加速上行；2014年12月突破3000点，券商两融业务持续攀升，并很快突破1万亿元，券商股成为最耀眼的明星。融资融券的活跃和股市上涨形成螺旋效应，不断降息、降准成为催化剂。股市的火热令投资者的热情空前高涨，一大批“涉市未深”的投资者通过融资、配资的方式进入股市。尽管市场走势一浪高过一浪，但接踵而来的政策收紧导致后续资金未能源源不断流入股市。大部分投资者对此却未足够警觉，反而继续加大杠杆购买股票。“最狂热的

时候，恰恰也是最危险的时候。”2015年6月中旬以后，股指从5178点一路狂泻到8月26日的2850点，再到2016年1月27日的2638点。短短一年多的时间，A股市场以前所未有的速度上演了一幕幕跌宕起伏的“过山车”式行情，多少人的命运因此骤然改变。

经历2015年的暴涨暴跌之后，市场形势发生了巨大变化。然而，A股的市场生态却一如既往：机构追随着热点高抛低吸，说好了每年只要20%的收益，结果连每一个日内波动都不想错过；少部分股评师依旧乐此不疲地在自媒体上“打卦占卜”，一副娱乐至死的态度；散户则把亏损的原因怪罪于分析师的蛊惑、监管的缺位以及媒体的无良，但很少有人把亏损归咎于自己的无知、贪婪，这注定了他们难逃被割韭菜的命运。理性分析和价值投资是证券市场长期获利的不二法门，这是一个人尽皆知的道理。浅显易懂的道理知道的人很多，但能够践行的人却太少，可能这也解释了为什么本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的《证券分析》出版了80多年，但在中国仍然曲高和寡。如今，一轮牛市已成过往，激情的冷却又让我们从对热点的追逐回到了理性投资这个我们既熟悉却又无视的领域。我感到，中国可能更加需要一本本地化版的《证券分析》。

（三）

格雷厄姆《证券分析》的问世有其时代背景。20世纪20年代中后期，华尔街股市伴随着美国经济的繁荣进入牛市，投资者的热情空前高涨，继而开始期望一个持久繁荣的投资时代，逐渐失去了对股票价值的理性判断。然而，随之而来的1929年股市暴跌，投资者“谈股色变”。正是在这样的背景下，格雷厄姆于1934年出版了不朽的巨著《证券分析》，倡导理性分析与价值投资的理念。

格雷厄姆认为，对于一个被视为投资对象的证券来说，资金必须有某种程度的安全性和满意的报酬率。如果投资者准备选定一家公司的股票进行投资，那么以什么样的价格购进最合理呢？格雷厄姆提出两种选

择：一种是在整个市场低迷时买入该公司股票；另一种是当该股票的市场价格低于其内在价值时买入。选择这两种方式购买股票主要是考虑股票的安全边际。

如果说格雷厄姆是知识分子中的投资家，那么沃伦·巴菲特（Warren Buffett）则是投资家中的知识分子。巴菲特吸取了格雷厄姆和埃尔文·费雪（Irving Fisher）两位投资大师的理论，并结合自己的投资实践形成了以安全边际为基础、结合企业成长性的价值投资思想，巴菲特把价值研究从对资产的研究转移到对企业的研究上，而其核心体现在他的“护城河”理论上。巴菲特认为股票是企业整体的代表，所以他抛弃了格雷厄姆清算价值和账面价值的方法，用企业长期竞争优势来研究企业。而竞争对手难以攻击的可持续竞争优势就是护城河，最典型的护城河就是高转换成本、品牌溢价、网络效应等。事实上，巴菲特的搭档查理·芒格（Charlie Thomas Munger）在很多场合说过这样的话：“如果我们只是原封不动地照搬本杰明·格雷厄姆的经典做法，我们不可能拥有现在的业绩。”巴菲特要寻找的是被市场低估的股票，他并不在意股票市场上供给与需求错综复杂的关系。实际上，他根本不在乎股票市场的活动情况。这一点在他的一句名言中有所体现：“在短期内，市场竞争的是人气；而在长期，市场考验的是实力。”因此，巴菲特所选择的公司，拥有整体性的潜力，他在意的是公司真正的盈利能力。

格雷厄姆、巴菲特以来的证券分析方法建立在传统的经济发展方式之上，而随着经济发展方式的不断变革、新技术的运用，证券分析方法也需要不断更新以适应于新形势。比如，在某些时期，某个证券或者整个证券市场会出现较大幅度的价值背离情况，如所谓“泡沫”，传统金融理论就难以合理解释和分析。正是由于新一代信息技术与制造业深度融合，引发影响深远的产业变革，形成新的生产方式、产业形态、商业模式和经济增长点，对价值的评估带来挑战。如今，各国都在加大科技创新力度，推动三维（3D）打印、移动互联网、云计算、大数据、生物工程、新能源、新材料等领域取得新突破。这些创新正在引领制造方式变革，正在重塑产业价值链体系。同时，对企业传统价值的研判也产生了

深远的影响。

(四)

总的来说，完整的股票投资价值分析包括宏观分析、行业分析和公司分析。宏观分析，是股票投资价值分析的起点，是行业分析的背景和前提，着重于宏观经济环境、宏观经济政策、经济增长的分析。行业分析，在基于宏观分析的基础上，对行业产品的需求和供给状况及增长趋势、价格和获利能力的现状和变化进行分析。公司分析是股票投资价值分析的终点，是对行业内公司进行的分析和价值判断。

掌握了自上到下，即从宏观经济、中观行业到微观企业的证券分析一般方法后，我们还应根据不同的市场特征进行有的放矢的证券分析。比如，以市值较大、业绩优良、分红丰厚、估值合理、投资风险较低的以蓝筹股为主体的主板市场；定位为科技含量较高和成长速度较快的中小板市场；以高科技企业、新兴产业企业为主体的创业板市场；以及门槛很低、高成长性中小微企业挂牌的新三板市场。在分析中，我们应根据不同市场蓝筹股、成长股表现出来的典型特征，建立选股指标体系，并挖掘出未来仍然具有投资价值的主板公司、中小板公司、创业板公司以及新三板企业。

在资本市场中，互联网企业的价值判断无疑是最具有挑战性的工作，特别是如何从泡沫的背后寻找到真正具有成长价值的企业更加不易。以往单纯从财务价值估值角度给出的结论，由于维度单一，无法准确预估新兴技术爆发的节点位置、商业模式的成长趋势，往往不能准确预判互联网企业价值成长，因而需要重新构建科学的价值分析框架体系。科学评价互联网企业的投资价值，尤其需要对商业模式演化、技术成长周期、盈利空间来源逻辑等关键价值因素予以准确预估。

此外，固定收益类证券是我国资本市场上的重要品种，最早起源于国家发行的国债（国库券），经过30年的发展，品种日益丰富，形成了一个包括国债、地方政府债、央行票据、金融债、短期融资券、企业债、

公司债、中期票据、资产支持债券、可转债、优先股等多种固定收益品种。与股票投资不同，在固定收益产品市场中，利率是首要考虑的因素，宏观经济基本面、宏观调控政策、资金的供求状况以及风险溢价四因素会决定利率水平的高低。对于投资者来说，如何选择合适的产品、如何控制风险是进行固定收益类产品的必修课。

从近年来的发展看，我国金融衍生品也呈现出品种不断丰富、交易量迅速增长、交易规模日益扩大的局面。由于金融衍生品的规模庞大并且交易分散，金融衍生品风险的发生具有突然性和复杂性。金融衍生品是以规避和锁定标的产品的风险为目的发展起来的，但其自身风险也十分巨大。因此，如何对我国期货、期权产品进行投资以发挥其避险功效，在控制风险的情况下构建相应的投资策略是我们需要关注和重视的。

随着我国经济不断发展和个人财富不断增长，个人参与境外投资的意愿日趋强烈，个人进行境外投资已成为一种现实需求。《2015 中国私人财富报告》显示，截至2014年底，拥有境外投资的高净值人群占比已达37%，且这个比例有不断提升、从高净值人群向普通中产蔓延的趋势。在我国合法的境外证券投资渠道中，合格境外机构投资者的准入门槛最低，成为个人境外投资最普遍的路径。个人投资者进行合格境外机构投资者基金投资前，应掌握对合格境外机构投资者基金业绩的评价指标、影响因素及投资风险。除合格境外机构投资者基金以外，2014年沪港通的正式落地和即将推出的深港通为我国境内机构和个人投资者增添了一条向境外投资的渠道。尽管目前看来这两条路径的可投资范围还非常有限，但沪港通和深港通机制顺应了资本市场国际化的发展趋势，既有利于巩固香港国际金融中心的地位，又有利于健全我国内地资本市场的机制。相信不久的将来，我们国内投资者会有更多的渠道进行“出海”投资。



2016.5.31

前 言

自诞生证券交易，证券分析便随之产生。但理性、科学的证券分析则是在本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和大卫·多德的《证券分析》一书出版后才形成的。《证券分析》一问世便被一大批追随者奉为投资者的“圣经”。80多年过去了，全球投资环境已经发生了深刻变化，股票、债券以及各种纷繁复杂的衍生品令投资者眼花缭乱。面对越来越复杂的资本市场，如果没有一套系统的证券分析方法，只追随自己的直觉押注市场的波动，就难以逃脱个人财富随着市场潮汐而起伏的历史周期律。作为从业多年的分析师，我们希望投资者在面对不确定的资本市场时，能够采用正确的方法进行证券分析，化繁为简，在混沌中寻求秩序，从而做到在市场中持续获利。

不同的投资品种，其分析方法截然不同。就股票投资来说，完整的股票投资价值分析包括宏观分析、行业分析和公司分析，而不同市场、不同行业的股票表现特征的不同又造成投资方法、指标选择各有差异。与股票投资不同，固定收益产品投资对利率分析尤为重要，而金融衍生品投资注重策略。正是基于此，我们对资本市场上的投资产品进行分类，采用分门别类的方式向投资者展示不同投资产品的特征，传授不同投资产品的分析方法。

本书提供了关于宏观、行业和分析框架，也涉及关于债券、衍生品及国际投资的分析方法，并结合中国的行业周期和热点板块，提出了自成一体“本土化”分析思路。本书涵盖作者对资本市场各产品的投资分析框架、分析指标的认识和理解，也包括利用这些框架、思路

以及指标的投资实践成果。无论你是致力于投资股市，投资债市，还是投资于金融衍生产品，或是进行境外投资，相信会在掌握本书介绍的不同投资产品分析方法的基础上，结合自身的心得体会，建立自己的投资分析框架，获得不菲的收益。

本书由何诚颖博士牵头策划，刘英组织提纲和统稿，陈东胜、刘英、陈锐、龚映清、杨洋、陈海荣、贺东伟、廖旦、陈伟、张立超、徐向阳等参加编写。参编人员或者是具有扎实理论功底的证券金融专家，或者是一线知名分析师。他们中的大部分具有10年以上证券从业和研究经验，经历多次牛市和熊市，且熟悉欧美等海外市场情况。在写作过程中，我们还得到了许多领导和专家的大力关怀和支持，在此谨向他们表达诚挚的感谢。

作 者

2017年1月

目 录

第一篇 证券分析初论

第一章 导论	(3)
第一节 证券分析的有效性和不确定性	(3)
第二节 证券分析入手	(7)

第二篇 股票投资

第二章 宏观分析	(19)
第一节 宏观分析的框架与指标	(19)
第二节 股市与宏观因素的关系	(36)
第三节 我国股市宏观分析中的指标	(62)
第三章 行业分析	(78)
第一节 行业分析的作用与步骤	(78)
第二节 行业分析的再定义与新兴行业	(83)
第三节 行业特征与行业估值	(98)
第四节 典型行业估值与投资价值分析	(113)
第四章 公司分析	(136)
第一节 公司研究的脉络与关注点	(136)

第二节 公司财务分析	(155)
第三节 股票价格与公司估值	(174)
第五章 蓝筹股分析：主板市场	(190)
第一节 主板市场的特征	(190)
第二节 主板市场的估值与国际比较	(197)
第三节 传统行业投资价值分析	(213)
第六章 成长股分析之一：中小板市场	(235)
第一节 透视中小板市场	(235)
第二节 中小板发展现状	(238)
第三节 中小板牛股特征与选股思路	(245)
第七章 成长股分析之二：创业板市场	(256)
第一节 探析创业板市场	(256)
第二节 方法建立与应用：成长股四维模型分解	(261)
第三节 创业板高成长股选择	(267)
第八章 成长股分析之三：新三板市场	(274)
第一节 新三板市场发展现状和投资门槛	(274)
第二节 新三板公司估值现状与难点	(289)
第三节 新三板估值体系	(296)
第四节 新三板估值案例分析	(302)
第九章 成长股分析之四：互联网板块	(328)
第一节 互联网企业的估值难点	(329)
第二节 互联网企业的核心估值体系建立	(345)
第三节 未来互联网行业中重点关注概念	(384)

第三篇 固定收益产品投资

第十章 我国的固定收益产品	(417)
第一节 债券	(417)

第二节 优先股	(434)
第三节 资产支持证券	(437)
第十一章 固定收益产品投资的分析框架	(443)
第一节 利率分析	(443)
第二节 策略分析	(456)
第三节 风险分析	(469)

第四篇 金融衍生产品投资

第十二章 期货产品投资	(491)
第一节 期货市场概述	(491)
第二节 股指期货的套期保值策略	(496)
第三节 期货产品的风险控制策略	(514)
第四节 国债期货的套期保值策略	(538)
第十三章 期权产品投资	(549)
第一节 期权交易策略概述	(550)
第二节 价差期权价格的公式与计算比较	(565)
第三节 期权水平价差策略	(575)
第四节 期权中性价差策略	(582)
第五节 期权比率价差策略	(591)
第六节 期权垂直价差策略	(601)

第五篇 国际证券投资与实践

第十四章 国际证券投资	(621)
第一节 投资组合理论	(622)
第二节 国际证券投资动机和风险	(623)
第三节 我国境外证券投资主体和渠道	(625)

第十五章 我国 QDII 基金境外投资	(629)
第一节 QDII 概述	(630)
第二节 我国 QDII 基金业绩评价指标分析	(636)
第三节 我国 QDII 基金业绩影响因素分析	(646)
第四节 QDII 境外投资风险及其管理	(651)
第五节 QDII2 的推出和潜在机会	(653)
第十六章 沪港通和深港通	(656)
第一节 沪港通	(656)
第二节 深港通	(666)
参考文献	(677)
后记	(684)

第一篇

证券分析初论

对证券进行分析和价值评估的方法和流程，都属于证券分析的范畴。随着证券市场的发展，特别是多次大的震荡，人们对证券分析的方法不断总结和探索。总的来说，证券分析一般是从上到下的，即从宏观经济、中观行业到微观企业。这其中，企业价值的分析属于证券分析的核心，毕竟大家都知道，价格是围绕价值波动的。同时，人们又发现，投资者有时候并不理性的行为会造成市场价格的异常波动，由此产生了投资者行为的证券分析方法。

本篇为大家介绍证券分析的原理、一般方法和流程，以便大家对证券分析有个总体的了解。