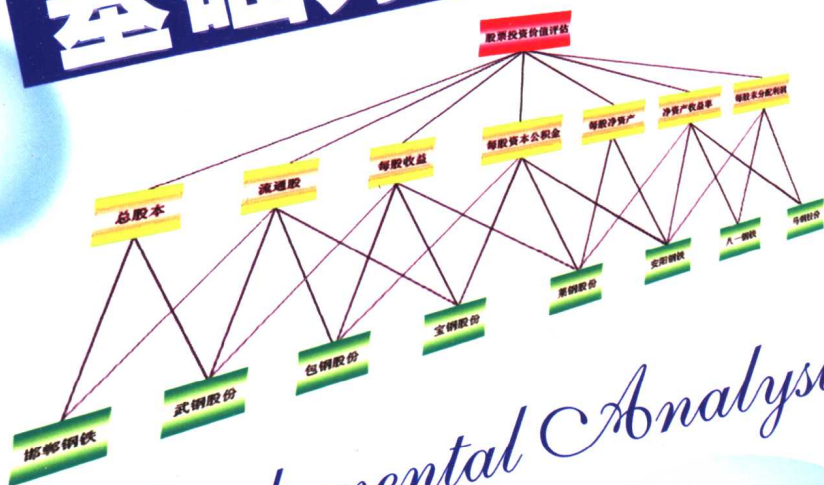


◎ 杨 健 编著

股票市场 基础分析手册



Fundamental Analysis



中国宇航出版社

股票市场

基础分析手册

杨 健 编著



中国金融出版社

· 北 京 ·

版权所有 侵权必究

图书在版编目(CIP)数据

股票市场基础分析手册/杨健编著. —北京:中国宇航出版社,2006. 1

ISBN 7-80218-039-2

I. 股... II. 杨... III. 股票-证券投资-分析-手册 IV. F830.91-62

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第130646号

策划编辑 高凌

封面设计 耕者

责任编辑 高凌

责任校对 张峰

出版

发行

中国宇航出版社

社址 北京市阜成路8号

邮编 100830

(010)68768548

网址 www.caphbook.com/www.caphbook.com.cn

经销 新华书店

发行部 (010)68371900

(010)88530478(传真)

(010)68768541

(010)68767294(传真)

零售店 读者服务部

北京宇航文苑

(010)68371105

(010)62529336

承印 北京智力达印刷有限公司

版次 2006年1月第1版

2006年1月第1次印刷

规格 880×1230

开本 1/32

印张 14

字数 389千字

书号 ISBN 7-80218-039-2

定价 34.80元

本书如有印装质量问题,可与发行部调换

前 言

世界上任何股票市场都充满了风险和机会,吸引着不同国家、不同信仰、不同肤色、不同层次、不同财力的人群驰骋其间。股市是一个现代文明的竞技场所,股票交易是投资与投机的混合体,每个参与者都必须有备而来,必须接受“胜者为王”的基本约定。掌握股市分析的技术和方法,根据市场公开信息,对股票投资相关因素进行股票研究和市场分析,借此最大限度地降低风险,稳步地提高收益水平是非常必要的,至少在投资过程中可以避免出现“低级错误”!

股票投资分析的方法,按照前提假设与引用资料的不同,可以分为两种不同的类型:技术分析和基础分析。技术分析是对股票市场上股票价格及其变动趋势的内部微观因素进行研究。中心是股市供求关系的表现和变化,包括价格变化和成交量变化等“市场属性”。基础分析是对影响股市上股票价格及其变动趋势的外围宏观因素进行研究。包括所有影响供求关系的背景因素,如基本面情况,像国家的政治、经济形势,通货膨胀,企业所处行业发展前景,还有企业本身的经营状况等。

依据分析对象内容,基础分析主要包括三大方面:宏观经济(国家经济政策、经济形势、资金信贷、银行利率、经济周期、通货膨胀等)、政治形势(政策变动、战争、国际环境与关系等)、企业状况(资产状况、盈利状况、管理素质、行业现状与发展前景等)。以上可以看出基础分析中需要研究的主要有:国家的经济政策取向,开放式还是封闭式;国家经济形势现状及发展方向;资金信贷情况宽松还是紧缩,银行利率变化;经济周期位置,通货膨胀轻微还是严重;国家的政策变动和人事变动情况;战争或

和平状态;国际环境和国际关系状况;国家的产业政策倾向以及行业现状与前景,是夕阳产业还朝阳产业;企业的资产状况,盈利状况;管理素质好坏以及发展前景;其他因素,比如突发事件的评估等。从基础分析的内容可以看出,基础分析是偏宏观的,粗线条的,是对股票价值的总体评估。股份制企业股票上市后就成为一种商品,具有价值,它在股票市场上的价格则以价值为依据波动。基础分析是对股票内在长期投资价值的研究,主要是宏观环境和企业状况,对于市场本身运行不太关注,但可以对市场运行的大方向作出判断。

基础分析和技术分析各有特点,可以这样说:基础分析协助我们适当地去选择值得投资的股票商品,而技术分析则告诉我们入市的时机。投资者应把握入市时机,如何确定入市的时机呢?这就要借助技术分析来确定。有些投资者喜欢运用基础分析方法,有些则偏好技术分析法,但绝大多数投资者在投资实务上常把两种分析方法结合起来使用,在不同时候互为辅助分析工具,以提高投资决策的准确程度。一般来说,在股市变动较为正常、平稳时,多注重基础分析方法。而在股市变动出现异常、投机风气较盛时,多注重技术分析方法。判断长期趋势时多采用基础分析方法;而进行短期操作时,多采用技术分析方法。由于基础分析显得较为“踏实”,因而技术分析怀疑论者的呼声更高一些。比如说,有些人认为图表分析是无中生有,只不过因为市场参与者都认为将会按所谓的规则突破已成的图形,因而采取行动,结果果然使这种可能成为现实。即所谓“预言自我应验”,也称为“一语成谶”论。这种说法背后有解释学理论为其基石,仔细想来也并非完全没有道理;对于所批驳的图形分析,在特定的市场中,特定的背景之下,也的确会出现不少错误信息。图形法到底有无用处,这里很难作出定论,因为同样的图,不同的分析者往往也会仁者见仁,智者见智。再加上有时也会被主力利用来打掩护,所以在这里对这个问题再怎么争论也没有用,关键还是要投资者自己在实践中去验证,去思考,最终形成自己的见解与思路。

除上述两种股市分析理论外,股市还有一种论调也很有市场,尤其在不成熟的中国股市更有市场,这就是所谓“没有理论也是一种理论”。一些鼓吹者主张投资股票就是赌博碰运气,股市没有规律可言,任何股市分析没有用处。另一些鼓吹者宣扬股票投资就是炒消息,中国股市就是“政策市”,似乎除了打听消息外没有第二件事情可做。在投资过程中确实有运气的因素存在,但这不具有必然性。股市不是赌场,股市分析与实际操作共同决定成败。无独有偶,据说国外一群议员们把一组上市公司名称写在一张纸上,用飞镖投掷随机选择几种股票进行投资,结果投资收益与投资专家推荐的投资组合相比,还要略胜一筹,由此证明投资是碰运气而已。某种组合在某段时期优于专家推荐的组合是可能的,不管以什么方式找出这种更好的组合也是可能的。但是,一次实验碰上好运气能证明什么呢?专家们推荐的任何投资组合都不一定是“最佳组合”,因为市场情况千变万化,“最佳组合”必须恰好吻合未来的市场热点。

由于市场的不规范性以及新兴市场中常见的急功近利,有更多的中小投资者乃至部分较为专业的人士却津津乐道于这样一种投资方法:跟庄炒作。上个世纪庄家最疯狂的股票市场当数台湾,香港也不差,而现在看来中国大陆的沪深股市确是后起之秀,有过之而无不及。“跟庄理论”主要从港台传到大陆,但传来的也不过是大体的轮廓。其内容有待充实与完善。最基本的思路是:由于市场的不规范性,信息披露、传播、解释、分析方面的特殊性,普通投资者得到的信息都已被市场所消化。因而对投资的意义不大。不如专心于市场主力的动向,与庄共舞。在介绍主力操纵股票的方法方面的书籍、报道如雨后春笋。在2001年熊市至今终于有所收敛,但是股评人士还是不断有新的见解、心得、总结面世。“跟庄理论”将股票炒作分为主力吸筹、打压震仓、拉升洗盘、再度拉升、高位出货等阶段,每阶段各有庄家风格和操作特点,并不断总结其手法。例如,其分析大势则以在某一指数区域,是否发现大批主力建仓,综合基本面、技术面、政策面,估计主力的目标空间与时间,从而预计指数的大体上升幅

度和时间区域。这些理论的针对性、实用性迎合了广大散户的功利心理,是不规范的投机市场的一时之需,但是必然要为被专业投资者所取代。股市受各种消息影响很大,但并不是只有这一个因素,影响股市的因素很多,只热中于打听政策消息、庄家动向等是行不通的。没有股市分析知识,碰运气、打听消息都不会给投资者带来源源不断的收益,只会带来风险。事实上,热中于打听消息的人恰恰都是得不到真正内幕消息的人。勤劳、勇敢、智慧的中华民族把庄家操纵作为投资依据是一件令人尴尬的事情。

作为《股票市场技术分析手册》的后继著作,经过中国四年熊市的艰苦里程,《股票市场基础分析手册》终于问世了!本书立足于基础分析,以价值投资为指导,从中国股票市场现状出发,较系统地介绍了股票产生和发展的历史、股票相关的基础知识、传统的基础分析理论、基础分析的流程、基础分析综合研判以及投资组合分析等内容,以期投资者对股市基础分析有一个全面的了解,并能运用相关的理论及分析方法确定股票的内在价值,判断股市走势,作出合理的投资决策。

本书涵盖面广,内容丰富,然而结构脉络清晰可循。全书共六章。

第一章和第二章以时间发展为顺序,介绍了股票在欧美产生和发展的历史,亚洲股票市场形成和发展的历史,重点介绍了晚清以来中国股票发展的历史。为方便投资者对中国股市发展历程的了解,本书以附录的形式记载了中国股市从1991年以来所发生的重要的事件。

第三章股票基础知识,列举了股票的概念与特征,股票的种类及作用,我国股票的种类,股票交易的程序,以及股票与债券及储蓄的区别、与股息红利相关的知识等内容。因为股票是通过股票市场发行和交易的,所以介绍股票基础知识的时候不能不涉及到股票市场以及反映股票市场波动的股票价格和价格指数。股票市场部分的内容包括股票市场的概念、功能、分类、主体,股票的发行市场、交易市场,勾勒出了股票市场的粗略轮廓,重点突出了证券交易所尤其是我国的证券交易所的功能及在股

票市场中的作用等。

风云人物及其理论集中于第四章,从国外几个投资大师的角度,阐述了基础分析的理论框架。首先,经济学巨擘凯恩斯(J. M. Keynes)不但在经济理论上有重大成就,战后世界经济起死回生,而且在股市和期市上的投机亦有上佳的表现。更为关键的是,他还留下了更为宝贵的财富,那就是他创立的关于股票市场投资的理论——选美理论、空中楼阁理论及长期好友理论。其次,美国金融投资家乔治·索罗斯(George Soros)号称“金融大鳄”,以其敏锐的目光、独特的风格、辉煌的业绩享有“投资天才”的美誉。索罗斯由此建立了“反射”函数并将股票市场作为研究反射现象的实验室。在把反射理论运用于股市操作的过程中,索罗斯形成了自己独特的股市投资理论。第三,“股神”沃伦·巴菲特(Warren Buffett)被誉为继格雷厄姆后价值投资流派的代表人物以及全球最成功的价值投资者。从1965~2003年,他所领导的Berkshire Hathaway公司每股资产净值增长了2621倍,收益率年均增长超过20%。真正的股票投资应该是选择一家真正值得投资的好公司,在合适的价位购入其股票,长期持有,耐心等待企业的成长为自己创造财富。第四,彼得·林奇(Peter Lynch)是美国麦哲伦基金的总经理,他凭其杰出的投资才能,创造出令华尔街惊叹的投资业绩。从他1977年主管麦哲伦基金,到1990年该基金的股票价格提高了20多倍,资产由最初的2000万美元剧增为90亿美元,其投资组合也由原来的40种股票变成了1400种,林奇也因此被美国《时代》周刊誉为“第一理财家”。林奇的成功之处在于他是一个实践家,而不是一个理论家,他不太注意也不在意宏观因素的分析,也不看重所谓的技术分析,而强调基础分析中对某一行业、某一公司做具体的分析。针对股市上所存在的一些流行说法,林奇持批评态度,此外,林奇还给了投资者许多中肯的建议。

基础分析操作流程放在第五章,这是本书的核心内容。如前所述,基础分析通过对影响股票市场供求关系的一般宏观经济情况,行业动态变

化,上市公司业绩前景、财务结构、经营状况等进行分析,提供投资者选择股票的依据。本章遵循由宏观到微观,从整体到个体的逻辑顺序,以帮助投资者把握国民经济发展状况,理解国家政策指向,分辨行业发展阶段,寻找候选上市公司,考察财务结构真伪,研判证券市场形势,判断股票价格走势,确定股票的相对价值。上述流程投资者完成了从面到点,逐步筛选的过程,要确定筛选出的公司在股市中的坐标,还必须对证券市场进行全面分析。而投资者要清楚自身的坐标,也须对股市中的投资群体进行分析。至此,基础分析的流程便宣告完成。

第六章基础分析综合研判是一个评判体系。我们首先阐述了影响股票价格的基本因素,介绍了五个经典的股票定价模型,帮助投资者确定股票的“内在价值”。投资者投资股票的目的是为了获取投资收益,看重的是股票的投资价值而不是内在价值的大小。其次,我们从市盈率、市净率和偏离度角度帮助投资者判断股票的投资价值,介绍了动态价值的评估以及偏离度的计算,以筛选出有投资价值的股票并揭示出高风险的股票。在中国目前不完善的市场环境和市场信息不对称的情况下,市场上存在大量财务造假行为,因而投资者只有通过多方比较,在确认所选择的上市公司财务资质不存在造假和欺诈行为之后,方可最后确认该家公司股票存在投资价值。依据银广夏的案例,我们对其财务状况横向比较、纵向追踪,并用聚类分析对与其相似的公司进行了分析。第三,以国际流行的风险价值 VaR 为重点,我们介绍了投资风险的衡量和管理。最后,我们介绍了几种综合分析工具,例如用加权平均法、德尔菲方法(DELPHI)和层次分析方法(AHP),对投资对象进行综合研判。

杨 健

2005 年 11 月

于中国人民大学

目 录

第一章 基础分析概述 / 1

第一节 基础分析的含义	1
第二节 基础分析的范围	2
第三节 基础分析的理论基础	2
第四节 基础分析的特点	4
一、基础分析之优点	4
二、基础分析之缺点	5

第二章 股票的发展历史 / 8

第一节 股票的诞生与在欧美的发展	8
一、股票的诞生	8
二、股票的发展	10
第二节 亚洲股票市场的形成与发展	11
一、日本股票市场	11
二、新加坡股票市场	12
三、香港股票市场	13
四、台湾股票市场	14
第三节 中国股票市场的形成与发展	15
一、清朝晚期	15

二、民国时期·····	17
三、新中国时期·····	19

第三章 股票基础知识 / 24

第一节 股票·····	24
一、股票的概念与特征·····	24
二、股票的种类·····	26
三、我国现行的股票类型·····	33
四、股票的内容及作用·····	37
五、股票与债券及储蓄的区别·····	39
第二节 股票市场·····	42
一、股票市场的概念、功能与分类·····	42
二、股票市场的主体·····	45
三、股票的发行市场·····	48
四、股票的交易市场·····	61
五、证券交易所·····	67
六、我国的证券交易所·····	73
第三节 股票价格和价格指数·····	74
一、股票的价值和价格·····	74
二、股票价格指数·····	77
三、国内外主要的股票价格指数·····	82
第四节 股票的交易·····	91
一、开户·····	91
二、委托买卖·····	93
三、成交·····	97
四、清算与交割·····	105

五、过户	109
六、股票交易的费用	111
第五节 股息与红利	113
一、股息红利的来源	113
二、股息红利的发放原则	114
三、股息与红利的发放方式	116
四、除权与除息	117
五、股息红利与投资回报	118
第四章 基础分析理论概述 / 120	
第一节 凯恩斯投资理论	122
一、凯恩斯生平	122
二、凯恩斯股市投资理论	124
第二节 索罗斯投资理论	129
一、索罗斯生平	129
二、索罗斯股市投资理论	131
第三节 巴菲特投资理论	142
一、巴菲特生平	142
二、巴菲特股市投资理论	143
第四节 林奇投资理论	152
一、林奇生平	153
二、林奇股市投资理论	153
第五章 基础分析流程详解 / 166	
第一节 宏观经济运行分析	167
一、经济周期及其对股市的影响	168
二、通货膨胀及其对股市的影响	172

三、国内生产总值增长对股市的影响	179
四、利率水平及其对股市的影响	181
五、汇率水平及其对股市的影响	189
六、国际股票市场对中国股市的影响	192
第二节 政策分析	193
一、宏观经济政策	194
二、股市政策	201
三、政府法令措施	201
四、政策对股市的影响分析	202
第三节 行业分析	209
一、行业分析的意义及行业的划分方法	209
二、行业分析的方法	212
三、行业的市场结构分析	221
四、行业的生命周期分析	224
五、影响行业兴衰的主要因素	225
六、行业投资的选择	227
第四节 上市公司分析	234
一、公司所在地及子公司分布	235
二、产品分析	235
三、成长性分析	237
四、财务分析	238
五、公司成长性的评判准则	291
六、评判公司收益状况的七条准则	295
第五节 证券市场分析	297
一、证券与证券市场	297
二、证券市场投资品种	301

三、中国证券市场发展现状分析	305
第六节 投资群体分析	308
一、机构投资者分析	309
二、个人投资者分析	323
第六章 基础分析综合研判 / 328	
第一节 影响股市及股价的基本因素	328
一、政治因素对股价的影响	329
二、不对称信息对股价的影响	330
三、新股发行和上市的影响	332
四、公司所属行业的性质及生命周期阶段的影响	333
五、上市公司的盈利水准对股票市场价格的影响	334
六、公司股东及股本变化的影响	335
七、送配情况对股价的影响	336
第二节 经典股票定价模型综述	337
一、贴现现金流模型	337
二、零增长模型	340
三、不变增长模型	340
四、多元增长模型	341
五、市盈率估价方法	342
第三节 投资价值分析	344
一、投资收益的衡量	344
二、投资价值的辨识	349
三、动态价值的挖掘	353
第四节 研判分析	355
一、上市公司财务资质横向比较	355

二、上市公司财务状况纵向追踪	359
三、聚类分析	365
第五节 风险分析	376
一、股票投资风险的分类	376
二、股票投资风险管理	384
三、股票投资风险的衡量	394
四、风险价值 VaR	399
第六节 综合研判模型	414
一、加权平均法	414
二、德尔菲方法 (DELPHI)	415
三、层次分析法 (AHP)	420
参考文献	428
后记	432

第一章 基础分析概述

第一节 基础分析的含义

基础分析(Fundamental Analysis),是指投资者通过对投资对象(公司股票、商品期货合约等)的价值及其相关因素的分析,对其作出评估与预测,进而决定其投资行为。在西方,基础分析亦被称为“稳定基础理论”,即认为股票具有内在价值,它是股票价格的稳固基础。当股票市价高于或低于其内在价值时,就出现卖出或买入时机。股价总是围绕其内在价值而上下波动。

基础分析通过对影响股票市场供求关系的基本因素,即一般宏观经济情况,行业动态变化,发行公司业绩前景、财务结构、经营状况,以及股票市场中的一些技术因素、政治因素、心理因素等进行分析,确定股票的真正价值,判断股市走势,提供投资者选择股票的依据。

基础分析的前提假设是:股票都有“真正价值”或内在价值(Intrinsic Value)。这个价值的高低主要取决于发行公司的获利能力等基本因素。市场上的股价与这个内在价值经常不相符,但迟早会向它的内在价值调整。因此,基础分析较多地从影响股价变动的的基本因素角度出发,通过理论价值与市场价格相比较,确定何时买卖股票,买卖何种股票。

基础分析偏重于长期分析,是股票投资分析的基础和重要组成部分,它的资料主要来自各上市公司公布的招股说明书、上市报告书、公司财务报告、公司派息通告,以及报刊杂志的有关信息。

第二节 基础分析的范围

事实上,从三百年前股票交易刚刚诞生之时,基础分析的思路原形便已在投资者的思考中形成了,只是还未像后来的理论家们归纳、分析的那么严密、精确。而且,投资者们似乎对“内在价值”的分析与论证远没有理论家们那么热心,而是更直接地关心那些能使自己的股票价格变动的供求关系。的确,无论“价值”如何,要对股市发生作用,必须通过市场的供求变化起影响才有用。所以,在投资者那里,“基础分析”的概念与理论家们的颇有差别:认为基础分析主要是根据供应量和需求量及影响供求关系的各种因素的变化,来预测价格走势。从某种程度上说,这种定义要比前者更为直接、全面和实际。

以股票为例,目前在市场中最常见的基础分析有以下一些内容:宏观经济形势分析,行业、地域分析,企业报表反映的成长性与盈利预测,政策分析等。另外,随着证券业、心理学等学科的发展,出现了一些较新的分析方法。如:举办一定规模的沙龙,邀请一些专家和个人投资者,以调查表的形式来确定市场参与者目前的心理预期与动向,进而为市场的动向提供佐证与判断。

第三节 基础分析的理论基础

从该理论的基本观点来看,其所有内容都是建立在这样一个假设前提下的:股票具有“内在价值”。对许多投资者来说,这一点似乎是不言而喻的,是先验正确的公理。但是无论某种说法是否被大多数人所公认,我们必须从更高的角度上去重新审视从而得出自己的结论。假设毕竟是假设,我们将试图以科学态度介绍相反观点。

既然提出了“内在价值”,那么,持该理论的人当然必须进一步提出所谓内在价值到底是什么,以及如何确定其内在价值。基础分析的百年