

第六章 股票理财

学习目标

（一）知识目标

- 熟悉股票理财的特点及股票理财收益的组成；
- 了解股票市场的功能及参与者；
- 掌握股票市场的类型；
- 熟悉我国股票交易市场中的股票种类；
- 熟悉股票理财中的各种风险；
- 掌握股票投资宏观经济分析和行业分析；
- 熟悉公司的各种财务指标。

（二）技能目标

- 能够用股票定价模型计算股票的内在价值，并依据股票的内在价值作出投资决策；
- 能够计算公司的各种财务指标，并结合宏观经济分析和行业分析决定是否投资。

股票是投资者主要的投资对象。金融理财师要想为客户取得较好的投资收益，就必须对股票理财有一定的了解。股票理财的内容丰富多样，了解股票理财就需要知晓股票的含义和特点。股票投资也需要在一定的投资环境下进行，股票市场是投资者参与股票投资的最主要场所，因此本章的前两节主要讲述股票理财的基础知识和理财环境。

投资者总是根据自己的预期和掌握的信息对股票的内在价值加以判断，作为投资与否的依据。然而判断股票的内在价值需要一定的假设条件和模型，这些假设条件和模型将在第三节进行讲述。

股票理财也面临着风险，对股票进行投资时需要对股票理财风险进行分析，不同风险有不同的应对措施，投资者应根据具体情况来设计投资组合以分散风险。投资组合的设计需要对各种信息进行分析，具体的分析方法包括基础分析和技术分析。此外，股票理财还需要一定的策略。这些内容将在本章后两节进行讲述。

第一节 股票理财概述

一、股票理财的含义及目的

股票理财是指金融理财师根据对客户资产数量、预期回报率和风险承受能力的分析，决

定分配用于股票投资的最佳资产数量,以帮助客户获得最佳回报,促进客户资产的成长,从而提高客户的生活水平和生活质量。

股票理财的目的在于促进客户资产的成长。实现这种目的的途径主要有两种:一是通过股票投资获取股息、红利,二是通过股票买卖差价赚取资本利得。根据金融理财师的建议,投资者买入一定数量的股票进行投资,以实现自身资产的增加。在投资者持有股票期间,股份公司一般会按一定的比例每年向投资者分配利润,股票持有人从股份公司获得的这种收益称为股利或红利。投资者出售股票的价格一般与购买时的价格不同,如果出售价格高于买入价格,则投资者可以获得一定的差价收入,这种差价收入称为资本利得。股票持有人从公司获得的股利收入和赚取的差价收入增加了持有人的资产,促进了投资者资产的成长,从而实现了股票理财的目的。

股票理财和股票投资既有区别,又有联系。两者的目的都是通过持有股票而实现资产的保值和增值。不同的是:股票理财是金融理财师根据客户资产状况为客户投资股票的种类和数量进行有针对性的分配,而股票投资则偏重于客户自身自主决定投资的数量和种类。在实际生活中,习惯上把“理财”和“投资”视为同义。本章也将沿用这一习惯,即不对股票理财和股票投资加以具体的细分,而是将它们视为同义。

二、股票理财的对象及特点

(一) 股票理财的对象

股票既是金融理财的一种重要理财工具,也是股票理财的对象。股票是一种有价证券,是用以证明持有人的股东身份,并用以取得股息和红利的一种所有权凭证。股票一经认购就不得退股,但可以在股票市场上买卖和转让。股票作为一种特殊的凭证,具有下面三个特征:

1. 收益性

股票持有人可以按照公司章程的规定分享公司的收益,领取股息和红利。即投资者在持有公司股票期间,有权分配公司的经营成果,从而获取投资收益。持有人也可以在股票市场上以高于买入时的价格出售所持有的股票,赚取价差收益。

2. 风险性

股票持有人的实际回报率可能受市场不确定性因素和公司自身的经营状况的影响而小于预期回报率。若公司经营状况良好,则有可能分得较多的股息和红利。若公司经营状况不好,则只能分得较少的股息和红利,此时收益降低,股票持有人甚至面临企业破产时股票一文不值的风险。股票市场上供求关系的变化也会引起股票价格的变动,使持有人的收益面临不确定性。例如,持有人 2007 年以每股 20.3 元的价格买入 1 000 股宝钢股票,而在以后的半年里宝钢股票价格下跌至 15.3 元,则持有人亏损 5 000 元。

3. 流动性

股票可以在股票市场上买卖,也可以抵押、赠与或继承,是一种变现能力较强的资产。股票持有人不仅可以凭借其股东身份参与公司治理,分得公司红利,还可以在股票市场上出售所持股票。持有人可以将持有的股票资产作为抵押品进行借款,也可以将股票赠与他人。股票持有人的这些权利有利于股票的流通,满足持有人在必要时变现资产或处置资产的

需要。

股票按股东享有的权利划分,可以分为普通股和优先股。普通股对股东享有的平等权利不加以特别限制,是股份公司发行最多的标准股票,风险较大。优先股往往在分配公司收益和剩余资产方面比普通股拥有更多的权利。例如,在公司破产时,优先股股东可先于普通股股东分取公司的剩余财产。但优先股股东一般不享有参与公司决策的权利,面临的风险较小。



资料卡

我国股票面值的演变

我国早期股票曾经出现过1元、10元、20元、50元、100元和200元六种面值。造成这种现象的原因主要是当时发行的股票多为记名式实物股票,股票的印制成本与面值为反比关系。在发行金额一定的情况下,为节约成本,股票发行倾向于印制高面额的实物股票,同时也便于投资者保管。但面值太大,又影响中小投资者购买及发行完成情况。证券交易所建立以后,为了规范管理,规定所有的股票面值均为1元。因此,许多公司都进行了股票的拆分,将10元、50元等面值较大的股票全部拆分为1元面值的股票。

本章涉及的股票知识主要是针对普通股而言的,因为只有普通股才能在股票市场上流通,而且普通股是公司股票的一般形式,是股票投资者最广泛的投资对象。

(二) 股票理财的特点

1. 理财收益高

短期内,股票市场上的股票价格变动频繁,甚至出现股价大跌,但从长期来看,股票价格上涨的居多,若能选取收益较好的股票和应用恰当的投资组合,完全有可能取得丰厚的理财收益。

2. 理财风险大

收益总是伴随着风险,在获取较高理财收益的同时,股票持有人也面临着多种多样的风险,如经济危机、战争、企业破产等。这些风险一旦发生,势必会引起股价下跌,甚至企业破产,理财收益急剧下降。

3. 能抵御通货膨胀风险

普通股股息、红利不固定,在发生通货膨胀时,公司名义收入也随之增加,分配的股息、红利也相应增加,这在一定程度上降低了通货膨胀风险对投资者收益的影响。

三、股票理财收益

股票理财收益是指股票持有人在持有股票期间获得的收入,它由股息或红利收入、资本利得和资本增值收益组成。

(一) 股息、红利

公司取得盈利后,一般会按公司章程规定分配一定数量的利润给股东,这便是股息。不同的是,优先股股东按规定的固定股息率优先取得固定股息,普通股股东则根据剩余的利润分取股息。股东取得股息以后,从股份公司领取的收益称为红利。公司一般按年底税后净

利润分派股息和红利。在实际工作中,股息和红利有时并不加以仔细区分,而是被统称为股利或红利。

公司分派股利有不同的方式,常见的股利支付方式有以下两种:

(1) 现金股利。现金股利是指公司在分派股利时支付给投资者一定数量的现金,它是股利支付的主要方式。例如,某股份公司在分配 2008 年利润时,以每股 0.3 元向投资者分配现金股利,某投资者持有 1 000 股该股份公司的股票,则可得 300 元股利。

(2) 股票股利。股票股利是公司以增发的股票作为股利的支付方式。公司在分派股利时不是以现金支付,而是以股票支付。假如上例中该股份公司由于现金短缺,在分配 2008 年利润时以每 100 股分配 5 股向投资者分派股票股利,则该投资者可得 50 股,即该股份公司向该投资者增发了 50 股股票。

(二) 资本利得

上市后的股票可以在股票交易市场中买卖,投资者可以在股票交易市场上出售其持有的股票以收回投资,获得收益。投资者也可利用股价的波动低价买入股票,之后再高价卖出以赚取买卖差价,这种差价收入就是资本利得;当投资者的买价大于卖价时,投资者则面临一定的损失,这种损失称为资本损失。

需要说明的是,金融理财主要是针对单个投资者的,由于单个投资者资产数量有限且投资股票的风险较大,大多数投资者持有公司股票的数量不多,所以分得的股利收入不是其最主要的投资收益,他们关注的是投资股票所能获得的资本利得。同样,金融理财师也需要关注资本利得,谨慎选取有增长潜力的股票,以帮助客户获得资产的较快增长。

(三) 资本增值收益

股份公司将提取的公积金按一定比例转增为资本,这样股票持有人便增加了其持有股票的数量,这种形式称为送股,送股是实现资本增值收益的主要方式。股票投资资本增值收益与股票股利的区别在于公司送股的目的不同。股票股利是公司向股东分配利润的一种形式,是股东对公司的所有权在分配上的体现。而公积金转增为资本是公司增加资本金的一种形式。公积金有两种:一种是法定盈余公积金,另一种是任意盈余公积金。公司公积金过多时可以将公积金转为资本金,但要符合国家的有关规定。

第二节 股票市场

一、股票市场的功能

所谓股票市场,就是进行各种股票发行和买卖交易的场所。股票市场是企业筹集资金的主要渠道,也是市场配置资源的有效场所。在股票市场中,一些拥有闲置资金并且愿意承担风险的投资者通过购买股票将资金转移给企业,使闲置资金转化为生产性资金,从而实现市场资源的有效配置。

(1) 股票市场是企业筹集资金的主要场所。股票理财收益高于银行存款利息收益,能吸引众多的投资者。对于企业来说,通过发行股票能筹集到企业发展所需要的资本金,用于

补充原有资金的不足,或开发新产品,以增强企业实力。股票市场能使企业在短时间内筹集巨额资金,且与债券融资相比,不用承担较大的债务压力。

(2) 股票市场是资源合理配置的有效场所。一方面,股票市场可以吸收社会闲置资金,使闲置资金转移至企业,企业将筹集的资金进行投资,促进国民经济的发展。另一方面,在进行股票投资时,有些投资者获利,有些投资者亏损。亏损的投资者的资金通过股票市场转移给了另一些投资者,这些投资者可以将这些资金进行生产性投资,如开办企业等,从而将原来的社会闲置资金转化为生产性资金。

二、股票市场的参与者

股票的发行、交易和股票市场的管理都有不同的参与者。一般来说,股票市场的参与者包括股票市场主体、股票市场中介和股票市场监管机构。这些参与者各司其职,充分发挥各自的作用,构成了一个统一的股票市场参与体系。

(一) 股票市场主体

股票市场主体包括股票发行人和投资者。在我国,按照《中华人民共和国公司法》规定,股份有限公司才可以发行股票,所以股票发行主体为股份有限公司。股票投资者既可以是个人投资者,也可以是机构投资者。个人投资者是股票市场上最广泛的参与者。机构投资者通常包括金融机构、证券公司和各种社会基金。目前,我国商业银行不允许进行股票投资,因此,参与股票投资的金融机构主要是指各种保险机构和证券公司,如中国人寿保险股份有限公司和山西证券股份有限公司等。各种社会基金作为新兴的投资者,也往往选择股票市场作为投资场所。

(二) 股票市场中介

在我国,股票市场上的中介机构主要包括证券交易所和证券公司。证券交易所为股票交易提供场所,是股票的场内交易市场,如上海证券交易所。证券公司是证券交易所的会员,可以代投资者买卖股票,也可以自己买卖股票,如国信证券股份有限公司等。在股票发行时,证券公司可以作为承销商为拟发行股票的公司提供承销服务。

在场外交易的股票一般通过网络或电话进行,没有固定的、有形的交易场所。这类无形交易市场以电话、传真或网络作为媒介进行股票交易。可见,随着交易手段的变化,股票市场的中介机构也在发生变化。

(三) 股票市场监管机构

股票市场只有正常发展才能使其融资功能和资源配置功能得到充分发挥。股票市场的过度动荡必然会影响到投资者的信心,投资者的资金转而流向债券市场等其他投资场所,导致企业通过股票市场融资的环境恶化。因此,各个国家对股票市场都进行着不同程度的监管,以促进股票市场的健康发展。我国股票市场的监管机构是中国证券监督管理委员会(简称证监会)。

同时,通过成立自律性组织也可以加强股票市场的自我监管。自律性组织一般是指行业协会,我国证券业自律性组织是中国证券业协会。中国证券业协会作为政府与证券机构之间的桥梁和纽带,可以促进证券业的发展,维护投资者和会员的合法权益,促进股票市场的稳定发展。

三、股票市场的类型

股票市场按其基本功能来划分,可分为股票发行市场和股票交易市场。股票发行市场是股票交易市场的基础和前提,有了发行市场的股票供应,才有交易市场的股票交易。而股票交易市场是股票发行市场得以持续和扩大的条件,发达的交易市场有利于发行市场的生存和发展。股票发行市场和交易市场构成了统一的股票市场整体,两者相互联系、相互依赖,不可分割。

(一) 股票发行市场

股票发行市场又称一级市场,是股票发行的场所。企业为募集资金,按照法律规定的条件和程序,通过承销商或经纪商在发行市场中向投资者发行股票。股票的发行方式有以下几种:

1. 私募发行和公募发行

股票发行按发行对象来划分,可分为私募发行和公募发行。私募发行又称内部发行,是指仅向少数特定团体或人群发行股票的一种方式。发行者往往与这些特定团体或人群存在特殊经济利益关系,如公司向战略投资者配售股票。公募发行又称为公开发行,是指发行人向社会公开募集资金的股票发行方式。公募发行的股票可上市流通,具有较强的流动性,但其发行手续复杂,发行成本较高。私募发行手续简单,但私募发行的股票一般不可上市流通。两种发行方式适合不同的投资者。

2. 直接发行和间接发行

股票发行按是否通过证券承销机构来划分,可分为直接发行和间接发行。直接发行是指发行人不通过中介机构而直接向特定的投资对象发行股票的方式。这种发行方式一般适用于发行风险较小、发行手续较为简单的股票,在私募发行中通常采用直接发行。间接发行又称委托发行,是指发行人委托证券承销机构代为发行股票的一种方式。在现代股票发行中,发行人通常不是把股票直接销售给投资者,而是由证券承销机构进行代销或包销。代销是指承销商代发行人发售股票,在承销期结束时,将未售出的股票全部退还给发行人的承销方式。包销是指承销商将发行人的股票按照协议全部购入,然后再发售给投资者的承销方式。包销方式下,承销机构承担股票没有全部发售出去或发售价格低于其购入价的风险。一般情况下,证券发行大都采用间接发行方式。

(二) 股票交易市场

股票交易市场又称二级市场,是股票流通的场所,主要体现为股票上市交易。股票上市须满足相关法律法规规定的条件,而且具有一定的程序。股票上市的一般程序为:公司向证券交易所提出上市申请,经证券交易所上市委员会审批,符合上市条件后签订上市协议;然后将股东名册送至证券交易所或登记公司备案并披露上市公告书;最后挂牌交易。股票上市后若不能满足证券交易所的上市条件时将被终止上市,被终止上市的股票将退出流通市场。

实际操作中,投资者接触最多的是二级市场,在二级市场中流通的股票为普通股,一般意义上的股票投资也是指在二级市场上选取普通股进行投资。

股票交易市场按组织形式来划分,可以分为场内交易市场和场外交易市场。

场内交易市场是指证券交易所组织的集中交易市场。大部分股票市场都有固定的交易

场所,一般在证券交易所集中交易。证券交易所只是为交易双方提供一个公开交易的场所,交易所本身不参加交易,只为交易双方提供场所设施等基础服务。进入交易所交易需要取得会员资格,证券交易所的会员有经纪人和交易商两类。经纪人从事代客买卖股票的业务,充当股票买者和卖者的中间人,获取佣金收入。交易商则可以直接进行股票买卖,其收入来自买卖差价。经纪人和交易商需要缴纳巨额会员费才能取得证券交易所的会员资格。我国内地有两家证券交易所,一家是1990年成立的上海证券交易所,另一家是1991年成立的深圳证券交易所。

场外交易市场是指在证券交易所之外进行股票交易的场所。场外交易市场通过信息网络进行交易,交易的对象主要是没有在交易所上市的股票,交易的价格一般由交易双方直接商定。



资料卡

场外交易市场的起源

场外交易市场的历史悠久。早在18世纪的英国伦敦,人们喜欢聚集到咖啡馆里买卖股票、债券,当时最负盛名的是新乔纳森咖啡馆。最初这些买卖股票和债券的聚会场所就像卖食品的小商店一样,人们形象地把它们称为“店头市场”或“店头交易”。19世纪的纽约华尔街,一些不符合纽约证券交易所和美国证券交易所上市条件的小公司选择在柜台交易市场和少数几个地方性交易所上市。投资者购买股票就直接到这些公司的资金部去,通过带有栅栏的窗口,从柜台上交款购买股票,这种交易被称为“柜台交易”。

四、我国股票交易市场中的股票种类

按发行对象和上市地区来划分,上市公司的股票可以分为A种股票、B种股票、H种股票和N种股票。

1. A种股票

A种股票即A股,是指境内公司发行的以人民币标明票面价值,并且以人民币认购和交易的股票。股票的票面价值一般为1元,可供个人或法人进行投资。A股市场是我国最主要、最常见的股票交易市场,上海证券交易所和深圳证券交易所中的上市股票大多是A股。

2. B种股票

B种股票即B股,是指境内公司发行的以人民币标明票面价值,以外币认购和交易的股票。B股专供外国和我国港、澳、台地区投资者买卖,因此,又称为人民币特种股票。B股在境内进行交易,上海证券交易所中的B股以美元认购和交易,深圳证券交易所中的B股以港币认购和交易。

3. H种股票

H种股票简称H股,是指境内公司发行的以人民币标明票面价值,以外币认购和交易的股票。与B股不同的是,H股在香港联合交易所上市。

4. N种股票

N种股票(N股)是指境内公司发行的以人民币标明票面价值,以外币认购和交易的股

票,N 股在纽约证券交易所上市交易。

这四种类型的股票是目前我国股票交易市场上进行交易的品种。其中以 A 股交易的数量最多。

第三节 股票定价

在决定买入或卖出某种股票时,这种股票内在价值的确定对投资者至关重要。股票内在价值是投资者根据市场条件和自身情况,利用一定的估值模型确定的一个预期值。不同的投资者对于市场供求关系的判断、对风险厌恶程度和预期回报率不同,这些因素都会影响其对股票内在价值的确定。股票定价模型主要有以下三种:

一、单阶段估值模型

(一) 假设条件

单阶段估值模型的假设条件是:① 投资者短期持有股票,未来准备出售;② 在持有期间获得一次股利,并能够预测出出售当期的股票价格。在这些假设条件下,投资者购买股票只是获得了一次股利和股票售价收入,这是为了推导出定价模型而做的最简单的假设。这样投资者就可以较简单地预测出出售当期的股票价格,相比长期持有股票,单阶段估值模型不必为预测未来股票价格收集大量的资料。投资者持有股票期间获得的股利可以由公司的股利分配政策计算出来。

(二) 定价公式

单阶段估值模型的两种假设是针对短期投资者而言的,即投资者在持有期间获得一次股利时就准备出售手中的股票,此时投资者的现金流入包括两个方面:一是持有期间获得的一次股利收入,二是出售股票所得到的预期售价。考虑货币时间价值后,股票内在价值就是持有期间各种现金流入的现值。投资者所得到的投资收益就是持有股票期间获得的现金流入的现值与购买股票支付的现金之差。这种计算投资收益的理念和方法在推广的股利估值模型和戈登增长模型中也同样适用。因此,股票内在价值体现在两个方面:一是收到的股利的现值,二是预期售价的现值。由于货币具有时间价值,即现在的 1 元资金比一年后或者更长时间的 1 元资金更具有价值,因此,在考虑将来的收入时需要将未来的收入按投资者的预期回报率进行折现,以正确反映未来收入在当前的购买力。所以股利收入和预期售价要进行折现,假设投资者预期回报率为 K ,则股票内在价值为:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{P_1}{1+K} \tag{6-1}$$

式中, P_0 为股票的内在价值; D_1 为预期期末收到的股利; K 为股票投资的预期回报率; P_1 为预期期末的股票价格,是预测的股票售价。

由式(6-1)可以看出,股票的内在价值实质上就是在持有股票期间投资者预期得到的现金流入的现值。 P_1 是投资者预期的股票市场价格,由于不同的投资者对 P_1 的预测不同,所要求的预期回报率 K 也不相同,因此,得出的 P_0 也不同。假定市场价格为 V_0 ,若 $V_0 > P_0$,

在投资者看来这只股票的内在价值被高估,不宜买入;若 $V_0 < P_0$, 则投资者认为这只股票的内在价值被低估,将来有可能上升,宜买入这只股票。

【例 6-1】 假如某投资者在 2009 年年初欲购买中国长江电力股份有限公司的股票,其预期回报率为 12%,即 $K=12\%$,中国长江电力股份有限公司每年支付的股利为每股 0.16 元,预期 2010 年该股票价格为 60 元,其当前市场价格是 50 元。利用公式求解该股票的内在价值,并判断该投资者是否应该投资该股票。

解 已知预期回报率 $K=12\%$,获得的股利 $D_1=0.16$,预期售价 $P_1=60$,则该股票内在价值为:

$$P_0 = \frac{0.16}{1+12\%} + \frac{60}{1+12\%} = 53.71 \text{ 元}$$

通过分析,该投资者认为该股票的目前价格应为 53.71 元,而中国长江电力股份有限公司股票的实际价格是 50 元,则在该投资者看来其价值被低估了,可以买进该股票。

由此可见,股票定价的实质就是投资者根据所掌握的信息,将预计产生的现金流量进行折现,从而得出一个预期的市场价格,并与实际市场价格相比较,以此作为投资与否的依据。这个原理在推广的股利估值模型和戈登增长模型中同样适用。

二、推广的股利估值模型

(一) 假设条件

推广的股利估值模型的假设条件是:① 投资者准备长期持有股票;② 在持有期间能预测出每期分得的股利和最后一期期末股票出售价格。这两种假设是为了得出长期股票内在价值而做出的假定。投资者长期持有股票就可以稳定地预测出每年所获得的股利收入,即股票投资者在持有期间有一个稳定的现金流入。当然,长期持有股票会增加预测出售当期股票市场价格的难度,预测的出售当期的股票价格也会因投资者掌握的信息不同而不同。在实际投资中,投资者不可能准确预测出售当期的股票价格。因此,理论上股票定价模型的建立必须依靠这些假设条件。

(二) 定价公式

在上述假设条件下,投资者可以获知每期分得的股利收入 $D_i (i=1,2,\dots,n)$,若投资者的预期回报率为 K ,此时就可以得出每期现金流量的现值。再加上最后一期期末股票出售价格的现值就得到了股票的内在价值计算公式:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K)^n} + \frac{P_n}{(1+K)^n} \quad (6-2)$$

式中, P_0 为股票内在价值,即预期的期初市场价格; D_i 为各期期末分得的股利($i=1,2,\dots,n$); K 为预期回报率; P_n 为最后一期期末的预期市场价格。

推广的股利估值模型实质上是单阶段估值模型的推广形式,在这个模型中投资者每期获得稳定的股利收入,这些股利的现值是投资收益的重要组成部分。投资者通过比较市场价格 V_0 和股票内在价值 P_0 ,进而决定是否应该长期持有股票。这种比较只是投资者自己的预期收入现值和实际市场价格之间的比较,不同的心理预期会有不同的决策结果。

【例 6-2】 假如某投资者想在 2008 年 5 月投资宝钢股份,准备持有该股票两年,在 2010 年 5 月卖出。该投资者的预期回报率为 15%,根据宝钢集团的股利分配政策,2009 年该投

投资者每股可分得股利 0.20 元,2010 年每股可分得股利 0.30 元,预期 2010 年 5 月宝钢股份的
的市场价格为 30 元。试计算和分析:① 宝钢股份在投资当期的内在价值;② 假如投资当期
市场价格为 25 元,判断是否应投资该股票。

解 已知预期回报率 $K=15\%$,第一年股利收入 $D_1=0.20$,第二年股利收入 $D_2=0.30$,预期出售当期股票售价 $P_2=30$,则该股票内在价值为:

$$P_0 = \frac{0.20}{1+15\%} + \frac{0.30}{(1+15\%)^2} + \frac{30}{(1+15\%)^2} = 23.09 \text{ 元}$$

若投资当期宝钢股份的市场价格为 25 元,说明在该投资者看来宝钢股份的内在价值被
高估了,该投资者可能不购买该股票。

在推广的股利估值模型中,投资者需要准确预测未来股票的市场价格。然而在现实生
活中投资者掌握的信息有限,不可能精确预测股票未来的市场价格,所以利用该模型得出的
股票内在价值也只是投资者自己认为的价值。不同投资者以股票定价模型为依据作出投资
与否的判断也不相同,其实恰恰是因为这种不同,有的投资者认为股票内在价值被低估而买
进,有的投资者认为股票内在价值被高估而卖出,才有了股票市场中的买者和卖者,股票市
场才能得以顺利运行。

三、戈登增长模型

(一) 假设条件

戈登增长模型的假设条件是:① 股利按固定的比率增长;② 股利增长率低于预期回报
率。实际上,上市公司的股利政策会随着时间的推移和经济运行状况而改变,一般情况下,
上市公司发放的股利随着时间的推移逐渐增加。经济的总体趋势是向上的,公司的规模也
是逐年扩大的,再加上物价指数的上涨,公司的股利分配也会随着增加。在这种情况下,为
了分析股票的内在价值,就有必要假定股利有一个固定的增长率,这样才能在投资者持有期
间有一系列稳定的现金流入,也才可以计算现金流入的现值。

(二) 定价公式

在上述假设条件下,根据上期支付的股利 D_0 、预期回报率 K 和股利增长率 g ,就可以
计算出持有期间各期获得的股利,由现金流量折现公式可以得出:

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{1+K} + \frac{D_0 \times (1+g)^2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_0 \times (1+g)^n}{(1+K)^n} \tag{6-3}$$

式中, D_0 为最近一次支付的股利,即上期支付的股利; g 为预期固定的股利增长率; K 为预
期回报率。

式(6-3)可以简化为:

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{K-g} = \frac{D_1}{K-g} \tag{6-4}$$

式中, D_1 为第一期支付的股利。

戈登增长模型假定投资者长期持有股票,在这种情况下,投资者的现金流入就简化为只
有股利的流入,由于时间很长,股票在最后一期的售价对股票内在价值的影响很小。



小案例

用戈登增长模型预测“9·11”事件对股票市场的影响

2001年,“9·11”事件引起了美国股票市场的动荡。运用戈登增长模型可以帮助投资者了解这一事件对股票市场的影响。“9·11”事件加大了恐怖主义破坏美国经济的可能性,这些担忧导致投资者对美国公司增长前景暗淡的预期。投资者预期戈登增长模型中股利增长率 g 降低,导致了式(6-4)分母的增加,股票的内在价值下降。美国经济的不确定性增强,增大了投资者购买股票面临的风险,提高了股票投资者的预期回报率, K 的升高使得式(6-4)的分母增加,股票内在价值也随之下降。一些投资者卖出持有的股票,从而导致了股票市场价格也随之下降。事实与戈登增长模型的预测结果完全一致,2001年9月11日之后,股票市场价格立刻下跌,跌幅超过了10%。

【例 6-3】 假如 2007 年贵州茅台酒股份有限公司的股利分配政策为每股 2 元,2008 年年初贵州茅台酒股份有限公司宣布以后按 5% 的固定股利增长率分配净利润,某投资者准备长期持有该股票,其预期回报率为 10%,求贵州茅台酒股份有限公司股票的内在价值。

解 已知 $D_0 = 2$, $D_1 = 2 \times (1 + 5\%) = 2.1$, $K = 10\%$, $g = 5\%$, 则该股票内在价值为:

$$P_0 = \frac{2.1}{10\% - 5\%} = 42 \text{ 元}$$

即在该投资者看来,贵州茅台酒股份有限公司股票的内在价值为 42 元。

戈登增长模型针对的是上市公司没有一个稳定的股利分配政策或者公司按一定股利增长率分配股利的情况。这更符合股票市场中的实际情况,大多数公司都没有一个稳定的股利分配政策,甚至很少分配股利。此时,投资者要想判断公司股票的内在价值就必须做出一些假定。

上述三种模型适用不同的投资者,投资者可以根据所获得的信息拟算股票的内在价值,并与当期市场价格相比较,决定投资与否。一般稳健的投资者多投资那些价值被低估的股票。

第四节 股票理财的风险

在股票的定价模型中,影响股票内在价值的一个重要因素就是预期回报率,由于市场条件的变动,现实生活中股票的实际价格往往与预期价格不同,即投资者投资股票的实际回报率和预期回报率不同。这种变动就是理财者所面临的风险。不同的理财风险虽然有不同的表现形式,但最终都会影响到理财者的预期回报率。

股票理财风险是指对投资者预期收益的背离,即股票收益的不确定性。预期收益只是投资者根据所掌握的信息对股票投资收益的一种主观预测,而股票的市场价格是多种因素共同作用的结果,与投资者的主观预期不会完全吻合。若股票价格朝着投资者收益降低的方向发展,势必会降低投资者的预期收益率,从而使投资者面临风险。按理财风险的性质以及应对措施来划分,可以把股票理财风险分为系统风险和非系统风险。

一、股票理财的系统风险

系统风险与市场的整体变化相关,某种全局性共同因素的变动会对股票市场整体产生影响,使每个投资者都面临着相同风险。对于某个企业而言,系统风险来自企业外部,不能通过多样化投资来分散,所以又称为不可分散风险。系统风险主要包括以下几种:

(一) 政策风险

政策风险是指因国家政策变动造成股票市场环境的急剧变化从而使投资者的收益面临不确定性,进而影响投资者的预期收益。目前,由于我国股票市场法规体系和股票市场监管体系尚不健全,管理层在政策力度的把握、政策的连续性、政策发布的时机选择等方面缺乏经验和一些重大法律法规变动常常引起股票价格的波动,使投资者的投资收益偏离预期收益。这种因政策变动而引起的投资者收益的变动称为政策风险。例如,我国提高买卖股票所交的印花税,则会增加投资者的买入或卖出成本,从而降低投资者的预期回报率,使投资者面临收益降低的风险。

(二) 市场风险

市场风险源于股票市场买卖双方供求关系不均衡,如果买方力量大于卖方力量,即需求大于供给,就会抬高股票价格;如果卖方力量大于买方力量,即供给大于需求,就会降低股票价格。这种供求不平衡的状况在股票市场中经常出现,也就使得股票价格经常波动,使投资者难以实现预期收益。



小 案 例

市场风险加速了巴林银行倒闭

1995年,英国巴林银行一名操作员买入了大量的日经225期货合约,这些期货合约必须在3月10日前进行对冲。由于担心巴林银行将大量抛售日经225期货合约,日本投资者提前恐慌性抛售手中持有的日经225期货合约。股票市场中现货价格受此影响而大幅度下跌,至收市时,日经225股票平均价格指数下跌664.24点,跌幅达3.8%,日经225期货价格也大幅度下跌,致使巴林银行手中的期货合约大幅亏损,巴林银行的亏损在一日间猛增2.8亿美元。

可以看出,日本股票市场中卖方力量大大多于买方力量,造成日经225股价指数下跌,从而促使以这种指数为基础的期货合约价格也快速下降,致使巴林银行巨额亏损,加速了巴林银行的倒闭。

(三) 利率风险

利率取决于货币市场的供求状况,而市场供求状况常因各种原因而变动,市场的利率也时有波动。另外,由于受中央银行的监管行为、货币政策、投资者预期和其他国家或地区的利率水平等多种因素的影响,利率也经常变动。股票价格对利率变化很敏感,利率上升会增加企业的借款成本,不利于企业经营,从而降低股票价格;利率下降时,企业会因借款成本的降低而受益,经营状况得到改善,投资者预期收益增加,从而买入股票,抬高股票价格。因此,利率变化会影响到股票价格,给投资者的收益带来影响。例如,若一国的中央银行实施

扩张性的货币政策,扩大货币供给,降低市场利率,这种政策一方面会降低企业的借款成本,改善企业经营,从而提高股票价格;另一方面又会使更多的资金流向股票市场,买方人数增多,抬高股票价格。

(四) 汇率风险

外汇汇率由外汇的供求关系、各国货币政策等因素决定,投资者投资于以外币发行的股票时就会面临汇率变动的风险。若外币汇率下降,本币升值,则卖出股票时换得的本币数量就会减少,投资收益降低。任何从事国际投资、对外贸易或外汇交易的投资者都会面临这种风险。

二、股票理财的非系统风险

非系统风险基本上只同某只具体的股票相联系,通常是由某一特殊因素引起,与整个股票市场的价格不存在关联。这种风险来自于公司内部的因素,通常包括经营风险、财务风险、破产风险和流通风险等。

(一) 经营风险

经营风险又称营业风险,是指企业由于战略选择、产品价格、销售手段等经营决策引起的未来收益的不确定性,特别是企业利用经营杠杆而导致税前利润变动形成的风险。经营风险时刻影响着企业的经营活动和财务活动。公司的决策层和管理层在生产经营决策中出现错误时,会导致企业盈利水平下降。公司的盈利水平下降会使该公司股票的预期收益降低,进而影响投资者的预期回报率,使投资者面临风险。

(二) 财务风险

负债经营是公司的一种经营策略,但是公司负债过多会增加其经营成本,甚至出现资不抵债而面临破产的状况。这种状况一旦被投资者获知,投资者会抛售手中持有的股票使股票价格降低,投资者的预期收益也会受到这种风险的影响。



小案例

安然公司财务欺诈丑闻

2002年1月9日,美国司法部宣布对安然公司进行罪案调查,并于1月24日举行国会听证会。2001年11月中旬,在被卷入一系列会计欺诈丑闻之后,安然公司及其聘请的会计师事务所“安达信”面临世界上规模最大的破产。在2001年里,安然公司的股价一路由90美元下滑至30美分。股价的跳水始于公司被揭发通过与“特定目的公司”进行关联交易来虚增营业额和利润,而这些“特定目的公司”都是由安然公司实际控制的。这些关联交易导致公司的许多经营亏损未在财务报表中披露。这种做账手段从此被业界称为“安然经济”。

(三) 破产风险

投资者进行决策时,通常假定公司持续经营,若公司在投资者持有股票期间破产,则投资者将面临投资本金难以收回的风险。原因在于普通股对公司剩余财产的分配权在优先股和债务之后,公司破产时应先偿还优先股和债务,之后才能偿还普通股股东投入的资本金,

然而此时公司的资产经过分配以后已经很难支付股东投入的资金,普通股股东面临着资金难以收回的风险。

(四) 流通风险

当出现特殊事件时,例如,媒体揭露了某公司存在重大的经营欺诈,投资者会争相抛售该公司的股票,致使一些投资者无法及时脱手手中的股票,使这些投资者面临更大的减值风险。这种风险影响股票的流通,所以被称为流通风险。



小 案 例

银广夏事件引起的流通风险

2001年8月3日《财经》杂志揭开了银广夏财务报告造假的面纱。银广夏1999年、2000年公告称天津广夏出口额各为5610万马克(约2.2亿元人民币)、1.8亿马克(约7.2亿元人民币),分别占银广夏全部利润的75%和100%。但事实上,天津广夏1999年和2000年出口额仅480万美元和3万美元。“巨额利润”神话完全是一个骗局。银广夏财务报告造假被曝光后,引起了沪深股市的大震荡和连锁反应。8月6日不少蓝筹股大幅度下挫,大盘下挫76.56点,跌幅3.9%,且沪深两市有14家个股跌停。银广夏造假事件彻底动摇了广大股民对上市公司的信任,导致普遍的信用危机。自银广夏事件之后,沪深股市持续4个月下跌,沪市下挫700点,银广夏更是20多个跌停,银广夏的股价从停牌前的30.29元跌至不到5元,跌幅达83%。

出现这种状况正是由于投资者惧怕手中的银广夏股票无法出售,大量抛售,造成银广夏股价的20多个跌停。但是仍然有一些投资者无法出售手中的股票,造成投资损失。

(五) 道德风险

上市公司的股东和管理者是一种委托—代理关系,管理者追求自身利益最大化,而股东追求公司的长远发展,这种矛盾可能使管理者忽视股东权益而追求自身的享受,诱发管理者的道德风险。管理者追求自身利益的短期行为往往不利于公司的长远发展,最终会影响公司的经营状况,引起股票价格的变动,影响投资者的投资收益。

第五节 股票投资策略

制定股票投资策略时要对股票市场和某只具体股票的信息进行分析,以判断该股票所面临的风险和投资后可获得的预期收益。对信息的分析通常包括基础分析和技术分析,在进行信息分析的基础上可制定出各种投资策略。

一、基础分析

基础分析是指通过对一国宏观经济状况、行业状况和公司状况等信息进行分析,判断股票市场中的供求关系,确定股票的内在价值,从而为投资决策提供依据。

基础分析的前提假设是:股票都存在内在价值,虽然股票的市场价格经常偏离其内在价

值,但从长期来看,股票的价格会向其内在价值“回归”。

基础分析主要包括宏观经济分析、行业分析和公司财务分析三个方面。

(一) 宏观经济分析

1. 经济周期

经济周期一般包括四个阶段,即萧条阶段、复苏阶段、繁荣阶段和衰退阶段。从股票市场的情况来看,股票价格变动大体与经济周期一致。在繁荣时期,公司经营状况良好,有较高的盈利能力,股票价格上涨;在衰退时期,公司业绩下滑,经营遇到困难,股票价格下跌;在萧条时期,公司往往亏损很大,股票价格也随之大幅下跌;复苏阶段,公司经营状况开始好转,股票价格也开始回升。投资者可以在衰退时期买入股票,在繁荣时期高价卖出以获取差价收益。

2. 宏观经济政策

宏观经济政策包括财政政策和货币政策。财政政策和货币政策通过影响总需求来影响企业的经营状况和盈利能力,进而影响股票市场。

积极的财政政策通过扩大政府支出拉动经济,给一些企业创造良好的发展环境,使这些企业的盈利增加,股票价格上升。与积极的财政政策相对应的是消极的财政政策,在这种政策引导下,政府会抑制总需求,限制企业的某些经营活动,从而使企业的盈利能力下降,最终导致该公司股票价格下跌。总之,投资者可以利用对财政政策的判断决定买入或卖出股票。

扩张性的货币政策会增加货币的供给量,降低利率水平,使得企业借款成本降低,从而提高企业的收益,此时股票价格会上升;而紧缩性的货币政策会增加企业的借款成本,使企业难以完成既定的目标,降低投资者对企业盈利水平的预期,从而使股票价格下降。如果投资者能准确预测到货币政策的变动方向,则可以选择对利率变化敏感的股票进行投资。例如,投资者根据掌握的信息预计中央银行会增加货币供给量,则可以在政策出台以前买入一定量的股票,待股票价格上升时卖出获益。

3. 汇率变动

汇率变动会影响出口企业和进口企业的盈利水平,引起这些企业股票价格的波动。外币汇率上升,本币贬值,会增强本国出口产品的国际竞争力。若本国出口企业对汇率变动敏感且有充足的资源生产产品,出口企业会因出口产品数量的增加而增强其盈利能力,进而引起股票价格上升。外币汇率下降,本币升值,会降低进口企业的进口成本,从而改善进口企业的经营状况,促使股价上升。投资者可根据对汇率变动方向的预期制定投资策略。

(二) 行业分析

每个行业都有一定的生命周期,行业生命周期一般分为四个阶段,即初创期、成长期、成熟期和衰退期。处于初创期的行业具有很大的增长潜力,但投资风险也很大,风险偏好者可选择投资于处于行业初创期的公司股票。行业处在成长期阶段时,股票价格逐渐上升,稳健的投资者可选择在行业成长期买入股票。成熟期的股票价格上升至最高点,一旦行业转入衰退期极易出现股票价格下降,因此,投资者不宜在这两个阶段买入股票。

行业生命周期各阶段的收益和风险状况如表 6-1 所示。

表 6-1 行业生命周期各阶段的收益和风险状况

阶 段 分析角度	初 创 期	成 长 期	成 熟 期	衰 退 期
厂商数量	很少	增加	减少	很少
利润	亏损	增加	较高	减少或者亏损
风险	较高	较高	减少	较低

（三）公司财务分析

公司财务分析是指对上市公司的获利能力、偿债能力和营运能力等财务状况进行分析，以判别公司经营状况是否良好，并以此作为是否投资该公司股票的依据。比率分析法是公司财务分析的重要方法，下面重点介绍一些常用比率分析指标。

1. 上市公司获利能力指标

获利能力是指企业赚取利润的能力，是评价企业经营状况的一个重要指标。反映企业获利能力的指标主要有以下几种：

（1）销售毛利率。销售毛利率是指毛利占销售收入的比率。其计算公式为：

$$\text{销售毛利率} = (\text{销售收入} - \text{销售成本}) \div \text{销售收入} \times 100\% \tag{6-5}$$

销售毛利率表示每 1 元收入中有多少收入可以用于抵减各项期间费用。若某公司销售毛利率为 80%，则表示实现 1 元收入有 0.8 元可以抵减各项费用。若该公司实现 1 元收入需要支付管理人员工资等各项费用 0.5 元，则该公司每 1 元收入中尚有 0.3 元的净盈利。

（2）资产净利率。资产净利率是指企业净利润与平均资产总额的比率，净利润是公司利润总额扣除所得税后的净额。其计算公式为：

$$\text{资产净利率} = \frac{\text{净利润}}{\text{平均资产总额}} \times 100\% \tag{6-6}$$

$$\text{平均资产总额} = (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) \div 2 \tag{6-7}$$

【例 6-4】 假定某公司 2009 年年末资产总额为 35 462 万元，2010 年年末资产总额为 39 335 万元，2010 年实现净利润 4 408 万元，计算该公司的资产净利率。

解 该公司 2010 年实现净利润 4 408 万元。平均资产总额中的期初资产总额即为上一年年末资产总额，所以 2010 年年初资产总额为 35 462 万元。

$$\text{平均资产总额} = (35\,462 + 39\,335) \div 2 = 37\,398.5 \text{ 万元}$$

$$\text{资产净利率} = 4\,408 \div 37\,398.5 \times 100\% = 11.79\%$$

资产净利率的数值越高，表明资产的获利能力越强。影响资产净利率的因素主要有产品的价格、单位成本、产品的质量和销售数量等。

（3）每股收益。每股收益是指本年净收益与发行在外普通股股数的比值。其计算公式为：

$$\text{每股收益} = \text{净收益} \div \text{发行在外普通股股数} \tag{6-8}$$

每股收益是衡量上市公司盈利能力的最重要的财务指标，该指标越高表示公司获利能力越强。若公司只有普通股时，净收益是税后净利润；如果公司还有优先股，应从税后净利润中扣除分派给优先股股东的股利。该指标也是投资者最关注的指标之一，对投资者制定投资策略具有重要的参考意义。

(4) 市盈率。市盈率是指普通股每股市价与每股收益的比值。其计算公式为：

$$\text{市盈率} = \text{每股市价} \div \text{每股收益} \quad (6-9)$$

市盈率反映市场对公司的预期。在市价确定的情况下,每股收益越高,市盈率越低,投资风险越小,反之亦然。同时利用市盈率也可以求出股票的市价,即每股市价=市盈率×每股收益,但是由于股票市场中很多股票的市盈率偏高,用这种方法计算股票市价与股票的内在价值存在一定的偏差。投资者可以选择一个稳健的市盈率来估算股票的内在价值,作为投资与否的参考。

【例 6-5】 假设某公司 2009 年发行在外的普通股为 1 500 万股,2009 年的净收益为 4 408 万元,每股市价为 39 元,计算该公司的每股收益和市盈率。(该公司没有发行优先股股票。)

解 每股收益=4 408÷1 500=2.939 元

市盈率=39÷2.939=13.27

2. 上市公司偿债能力指标

偿债能力是衡量公司承担债务能力的指标,即公司偿还全部到期债务的保证程度。反映偿债能力的指标主要有流动比率、速动比率和资产负债率。

(1) 流动比率。流动比率是流动资产与流动负债的比值。其计算公式为：

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} \div \text{流动负债} \quad (6-10)$$

流动比率越高表明公司的偿债能力越强,一般认为生产企业合理的最低流动比率是 2。

(2) 速动比率。速动比率是速动资产与流动负债的比值。速动资产等于流动资产减去存货,在资产负债表中也可直接找到存货的数量。其计算公式为：

$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) \div \text{流动负债} \quad (6-11)$$

速动比率在计算时剔除了存货等变现能力较差且不稳定的资产,其计算出的比率比流动比率更具有可信性。通常认为正常的速动比率为 1,低于 1 表示短期偿债能力较差。

(3) 资产负债率。资产负债率是负债总额与资产总额的比值。其计算公式为：

$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} \div \text{资产总额} \times 100\% \quad (6-12)$$

资产负债率反映了企业在清算时对债权人利益的保障程度。这一比率越小说明企业的偿债能力越强。

流动比率和速动比率反映的是企业的短期偿债能力,资产负债率反映的是企业的长期偿债能力。对这些指标的应用能帮助投资者分析企业的债务承受能力,进而分析投资者面临的财务风险。

3. 上市公司营运能力指标

营运能力反映企业的资金周转状况、营业状况和经营管理水平。营运能力主要的衡量指标有存货周转率等。

存货周转率又称存货周转次数,是销售成本与平均存货的比值。存货周转率的计算公式为：

$$\text{存货周转率} = \text{销售成本} \div \text{平均存货} \quad (6-13)$$

$$\text{平均存货} = (\text{期初存货} + \text{期末存货}) \div 2 \quad (6-14)$$

$$\text{存货周转期(天数)} = 360 \div \text{存货周转率} \quad (6-15)$$

存货周转期是用时间表示的存货周转率。上述公式中销售成本可直接在利润表中查到。一般而言,存货周转率越快,流动性越强,存货转换为现金或应收账款的速度越快。

【例 6-6】 某公司 2009 年年初存货为 5 600 万元,年末存货为 5 800 万元,销售成本为 11 748 万元,计算该公司的存货周转率和存货周转期。

解 存货周转率 $=11\,748\div[(5\,600+5\,800)\div 2]=2.061$ 次

存货周转期 $=360\div 2.061\approx 175$ 天

二、技术分析

技术分析是指通过分析股票市场的市场行为,预测未来市场价格的变化趋势,进而决定买入或卖出股票。技术分析偏重于短期投资,在金融理财中,投资偏重于长期投资,因此,本书对于技术分析不作详细介绍。

技术分析是建立在三个假设条件基础上的,这三个假设条件是:① 市场行为涵盖一切信息;② 股票价格沿趋势运动;③ 历史会重演。假设市场行为涵盖一切信息是进行技术分析的基础。它认为影响股票价格的各种因素都能在市场行为中充分反映,任何对股票价格有影响的内在和外在因素最终都必然体现在股票价格的变动上。股票价格沿趋势变动是进行技术分析最根本和最核心的假设。该种假设认为股票市场必然要遵循一定的经济规律。历史会重演是从人的心理因素方面进行考虑的。这个假设认为人类的心理具有稳定性,人会在类似的情况下产生类似的反应,研究过去股票市场转折点所呈现的现象可以帮助投资者判断主要的投资行情。

技术分析的两大基本要素是价格和交易量。价格和交易量是股票市场行为最基本的表现。技术分析方法是以交易价格和交易量作为研究对象,进而预测股票的未来价格趋势,选择适当的交易时机,为投资决策服务。

技术分析的主要方法有道氏理论和波浪理论。道氏理论认为股票价格沿趋势波动。波浪理论认为股票价格的上升和下跌将会交替进行。

三、投资组合策略

在进行了宏观分析和行业分析之后,投资者可以决定投资的股票种类。不同的投资者风险厌恶程度不同,资金状况不同,所选择的投资组合策略也是不同的。一般来讲,投资组合策略有以下三种:

(一) 保守型投资组合策略

保守型投资组合策略主张尽可能多地选取股票,这样组合中有些股票价格上升,有些股票价格下降,从而中和价格的变化,使投资收益趋于稳定。这种策略面临的风险较小,不过其收益也较低。例如,投资者可以仿照上证 50 指数选取投资对象,并且尽可能使投资比重与各只股票在上证 50 指数中所占比重相同,使投资者的收益同上证 50 指数的走势一致。投资者所获得的收益为股票市场上的平均收益。

(二) 冒险型投资组合策略

冒险型投资组合策略主张在投资组合中多选取一些成长性较好的股票。例如,较多选择处于行业初创期的股票,少选取处于行业成熟期的股票,这样可以使投资组合收益高于股

票市场的平均收益。这种组合的风险也高于平均风险。冒险型投资组合策略适合风险偏好的投资者,由于面临较大的风险,要求投资者具备一定抵御风险的能力。

(三) 适中型投资组合策略

适中型投资组合策略主张在进行股票投资时,对拟选取的股票进行深入分析,选择那些企业经营状况良好,且价值被低估的股票组成投资组合。这种策略可获得较高的投资收益又不会承担高风险,但这种策略需要投资者具备扎实的专业知识和丰富的投资经验。

本章小结

股票理财的对象是股票,股票具有收益性、风险性和流动性特征。与其他的投资工具一样,股票理财也有着自身的收益和风险。股票理财收益由股息或红利收入、资本利得和资本增值收益组成。在进行股票理财时,不仅应看到股票理财的高收益性,同时还要看到股票理财的风险性。

股票市场是股票理财的具体环境。股票市场包括股票发行市场和股票交易市场,股票发行市场又称一级市场,是股票发行的场所;股票交易市场又称二级市场,是股票流通的场所,主要体现为股票上市交易。

股票投资者在作出投资决策时需要考虑股票的内在价值,股票定价模型就是一种计算股票内在价值的工具。股票定价模型主要有三种,即单阶段估值模型、推广的股利估值模型和戈登增长模型。

股票理财也面临着各种各样的风险,具体分为系统风险和非系统风险。系统风险包括政策风险、市场风险、利率风险和汇率风险。非系统风险包括经营风险、财务风险、破产风险、流通风险和道德风险。投资者在作投资决策时要综合考虑风险因素对投资收益的影响。

制定股票投资策略时要对股票市场和某只具体股票的信息进行分析,以判断该股票所面临的风险和投资后可获得的预期收益。对信息的分析通常包括基础分析和技术分析,在进行信息分析的基础上可制定出各种投资策略。

复习思考题

1. 简述股票理财收益的构成。
2. 普通股和优先股的区别是什么? 持有者各享有哪些权利?
3. 我国股票市场中主要的股票交易种类有哪些?
4. 简述三种股票定价模型的假设和结论。
5. 股票理财的风险有哪些?
6. 简述股票投资宏观经济分析的内容。
7. 股票投资分析中,对公司财务分析的常用比率分析指标有哪些?
8. 股票投资组合策略有哪几种?

 案例分析

沃伦·巴菲特的十二定律

沃伦·巴菲特是美国内布拉斯加州人,美国著名控股公司伯克希尔·哈撒韦公司董事局主席,20世纪90年代以来其个人资产一直在全美富豪排行榜上名列前三位。在排行榜的前十位富豪中,巴菲特是唯一一位从股票市场获得财富的人。如今,巴菲特已经成为全世界尽人皆知的投资大师,他的投资故事像神话一样被传颂。

巴菲特从1956年就开始了投资生涯,50多年间,依靠股票外汇市场的投资,他获得了巨额财富,成为数一数二的富翁。第二次世界大战后美国股票的年平均收益率在10%左右,而巴菲特却达到了28%的水平,创造了在那些市场专家、华尔街经纪人以及旁观者看来不可思议的奇迹。50多年间,巴菲特仅仅执行了几个正确的投资决策,就使他拥有了今天的财富。他看好的行情往往令其他投资者深感疑惑,然而事实却证明他独具慧眼;他从不遵循所谓分散投资策略,而是将巨额资金投在少数几种股票上。然而,这几种股票却为他创造了巨额的财富,令人惊诧不已。巴菲特的成功使得他被人们誉为“当今最伟大的投资者”。他投资股市的独特理念和方法,已成为世界各地的股票投资者竞相追逐的金科玉律。

实际上,巴菲特的投资原理很简单:只进行传统的长期投资。巴菲特的投资策略别具一格,他不理会股票市场的涨跌,不担心经济形势。巴菲特认为短期持有股票,只有在始终正确预测经济状况、短期股价波动时才可获利,而这是极费神且不太可能的,因而是不可取的。确定了投资理念后,巴菲特便只需集中精力去做两件事:一是寻找一家好公司,二是在适当的价格下购买该公司的股票。

巴菲特从多年的从业经验中,总结了一套行之有效的规律和策略,即著名的“十二定律”。这“十二定律”可归结为四大方面。

1. 企业定律

(1) 企业必须简单且易于了解。巴菲特认为,投资者财务上成功的概率与他对自己所作投资的了解成正比,只有全面准确了解一家企业,投资者才能有的放矢。巴菲特在他几十年的经营中拥有的企业全都在他的“竞争优势圈内”,对这些企业他都有高度的了解。而圈外的企业,投资潜力再大他也绝不涉足。

(2) 企业过去的经营状况必须稳定。巴菲特认为重大的变革和高额的报酬是难以交汇的,那些长期以来都持续提供同样商品和服务的企业往往才是报酬率最高的。

(3) 企业长期前景必须看好。巴菲特很重视寻找那些拥有特许权的企业。所谓特许权,就是指该企业提供的商品和服务具有稳定的消费需求,没有近似替代品。这样的企业可以持续提高价格而获取利润,即使经济不景气或管理不善也仍可生存。

2. 经营定律

(1) 经营者必须理性。巴菲特欣赏那些将现金盈余投向能使股东财富最大化的计划里的经营者。他认为那些在找不到这样的计划时勇于将盈余归还给股东的经营者才是真正为股东服务,才有理性。

(2) 经营者必须对股东诚实坦白。巴菲特认为只有完整翔实地公布营运状况,并像公开自己的成功一样勇于讨论自己失败的经营才值得信赖。

(3) 经营者应当不盲从法人机构。许多经营者会因为盲从而失去理性,损害了股东的

利益。巴菲特认为,能独立思考、抗拒依附他人的经营者才有竞争力。

3. 财务定律

(1) 考察股东权益报酬率,而非每股盈余。因为在企业保留上一年盈余增加资本的情况下,只有股东权益报酬率考虑了公司逐年增加的资本额,才较为真实地反映了经营绩效。

(2) 计算“股东盈余”,寻找高毛利率的公司。巴菲特认为,原来意义上的会计盈余由于各公司资产不同而缺乏可比性,只有将折旧损耗和分期摊销费用加上净利减去资本支出,由此得到的股东盈余才可反映企业价值。而高毛利率则不仅反映出企业的强大,也反映出经营者控制成本的精神。

(3) 对于保留的每元钱盈余,确定公司至少已创造了1元钱的市场价值。在此,巴菲特采取的方法就是将净收入减去股利得出保留盈余,再找出公司现在与10年前市价的差价,两者加以对比。

在采用这些量化指标时,巴菲特是将4年或5年的财务平均值作为衡量对象的。他认为长期平均值才可以真正说明问题。

4. 市场定律

(1) 计算股票内在价值。巴菲特选择那些简单稳定的企业,以保证所有数据的高度确定性,之后预期在企业生命周期中未来的现金流量,用30年美国政府公债利率加以折现。他并不加上风险溢价,他用最保守的方法来估计股票价值,以降低风险。

(2) 以显著的价值折扣购入该股票。在购进价格和企业价值之间一定要有一个“安全边际”,这个“安全边际”的缓冲效果可以保证他不受公司未来现金流量变动的影响。因此,一些大企业暂时出现危机或股市下跌时,就是他毫不犹豫大量买进的时机。

(3) 长期持有并管理手中的股票,耐心等待企业的成长。购入股票后,巴菲特总是长期甚至永久持有,而这些股票总是回赠给他丰厚的利润。

问题

1. 巴菲特的投资定律给予投资者什么启示?

2. 在市场定律中,计算股票内在价值与股票定价有什么内在的联系?试运用本章所学知识计算股票的内在价值。