



# Starting the Analysis

(開始進行證券投資分析)

- 證券的定價，是一連串理性的推導過程，價格反映了大部份投資人對證券本身以及相關重要資訊的評估結果。

- 如未來整體經濟情勢的預期、資本市場狀況、產業績效表現、個別公司營運狀況、以及類似公司的評價等等。

- 推論合理股價的過程中，往往會受到一些情緒性或投機性因素的影響，讓個股或整個市場的價格有所偏離。
- 這些造成股價偏離基本面的精明投資人，是採用謠言、錯誤報導與價格操縱的方式來達到目的。
- 有許多監理機構管理市場秩序和維持公平，通常為SEC和股票交易所。

# The Security Analysis Process

- 證券分析師所使用的分析模式在過去20年間改變並不大，每個評估的步驟都有一定的規範，這樣使得分析結果不易出錯。

# 證券投資分析方式

- TOP-DOWN(由上而下)
- BOTTOM-UP(由下而上)

總體經濟分析

資本市場分析

產業分析

個別企業分析



# TOP-DOWN的分析報告

- **1. 總體經濟分析:** 總體經濟的展望。
- **2. 資本市場分析:** 資本市場的現況、短期內與未來長期表現的評估。
- **3. 產業分析:** 相關產業的營收與盈餘表現，以及產業內的競爭--現況與展望。
- **4. 個別企業分析:** 個別企業的營運、管理與財務狀況。

# 分析師的兩項挑戰

1. 分析師必須以**符合專業**的方法調查特定的投資狀況，涵概所有理智下應該收集的資訊，這樣所做的決策才能被自己及大眾所接受。
2. 撰寫報告的**語氣**和**風格**必須引人入勝，分析師的意見才有可能被同行採用。良好的寫作能力除了讓讀者覺得有趣外，也更容易讓人了解分析師的想法或論點。

大部分的讀者並非專業人士，報告內有關產業的特有專業術語應予以解釋或簡化。複雜的投資主題應該濃縮成簡單的幾個決策要點，分析師和閱讀者才能更有效率地溝通。

- 一份合格分析報告的內容，除了應該被分析師或原作者容易看懂外，其餘的專業投資人也要能接受。
  - **Buy-side**報告是為內部相關人士使用而設計，這些人是撰寫報告者的同事，如基金經理人、交易員與其他分析師。報告內容要簡明易讀。
  - **Sell-side**報告是由經紀商的分析師所完成，為更廣泛的大眾所閱讀，撰寫更要清晰。



# Research Report的內容

1.序言(Introduction)

2.總體經濟評估

3.證券市場的展望

4.評估個別企業、及其營運展望：

- 產業分析
- 個別企業分析
- 未來展望
- 財務簡評

# Research Report的內容

## 5.財務分析

- 歷始資料評估
- 盈餘成長潛力
- 檢討會計方法
- 調整歷史財務資料

# Research Report的內容

## 6. 財務的預估

- 列出主要的假設
- 預估未來的數據

## 7. 用來評估股價的方法(模式)

## 8. 建議

- 將分析師評估價格與市價做比較
- 投資的建議

# 報告的開始撰寫--Introduction部份

- **第一段:**標準的研究報告，一開始會對正要評估股價的股票發行公司作**簡短介紹**：
  - 公司的生產線、營運的區域、年度收入及年銷售量。

接著，作**投資建議**。

- **第二段:**對公司目前是在**產業生命週期**的那一階段(如成長階段或金雞母(cash cow)階段)做出界定，並以過去3到5年的歷史營收與盈餘資訊預測其未來的趨勢。

- **第三段**:則是先揭露近年來與公司有關的重大的事件發展情況:
  - 企業的創新發展（新產品的研發或新購併）
  - 可能的產業競爭（如其他進口貨品的競爭）
  - 公司商品出口國家的景氣(例如必需了解墨西哥的經濟景氣，因為出口墨西哥的營收佔公司總營收的20%)
- 最後，這一段的最後幾句話，是要對分析師的投資建議提供簡要的動機邏輯。例如，應該**賣(sell)**某股票，因為該公司的**盈餘成長率將會下降**。

# Model Research Report

- **經濟分析**：主要是要評估經濟的狀況對未來股價及產業盈餘的成長的影響。一個很健康的經濟往往會帶來較高的股價，並對大部分的產業有正面的影響。
  - 康寶食品公司為例，美國的經濟成長即意味著越來越多的人選擇高附加價值的加工食品

- 以已開發國家而言，總體經濟分析著重在企業景氣循環的定位及幾個重要的指標，如利率變動、物價膨脹率等。
- 開發中的國家，如墨西哥或泰國，經濟分析就更重要，因為經濟環境長久的不穩定，投資人承擔了較高的風險。

- 
- **總體經濟分析**如果沒問題，可以投資，那就進入**資本市場的分析**!



# 資本市場分析

\* 股票市場的動向對個股股價的影響可能是可觀的：

- 某一股票的每股盈餘即使有可觀的成長，但是由於整體市場的表現不好，其股價仍然會被拖累。
- 盈餘狀況不佳的公司，其股價在多頭市場也有可能急速的上漲。

# 資本市場分析

\* 一份完整的報告應首先點出下列重要的問題:

1. 整體股市將會上漲還是下跌?
2. 本研究報告所分析的個股會受到何種程度的沖擊?

# 資本市場分析

- 2000年初以前，美國股市25年來都呈現上漲的趨勢，分析師多半建議投資者不必在意過短期的變動。
- 其他開發中的國家，股票市場的變動是比較劇烈的，可能在一年裡價格跌幅超過30到40%。例如在1999年前半，葡萄牙的股票市場就下降了55%；香港則是上升了59%。
- 不論是上漲或下跌，市場的波動降低了公司基本面對股價的影響，使得分析更加困難。

# The Analyst Responsibility (分析師的責任)

- 研究報告的模式，依據**top-down analysis**可劃分為四個部份
  1. 總體經濟展望 **macroeconomic prospects**
  2. 資本市場分析 **capital markets**
  3. 產業分析 **industry outlook**
  4. 個別企業分析 **company-specific evaluation**

- 證券分析師不是十項全能的，他無法身兼經濟預測家、掌握進場時機專家 (Market timer)、產業分析專家與個別企業分析專家，所以需要其他專家協助！

- **經濟學家**負責研究報告中總體經濟的部份，藉由預估一些未來的總體環境變數，對未來的總體經濟環境作預測：
  - EX未來的國民生產毛額(GNP)、利率和匯率
- 若經濟學家預期將來的利率會大幅上揚，則證券分析師會建議投資人減少投資組合的營建股比重。

- **市場策略師**負責預測未來的市場走勢，這將影響投資組合的比重分配。
  - 若預期將來股市走揚，則經紀商會建議投資人提高持股比重，以投資股票為主。
  - 若股市為空頭市場時，則須減少持股比重。
- 了維持審慎與避險的原則，大多數的市場策略師並不鼓勵百分之百的持有股票或債券。

- **經濟學家與市場策略師**把經濟分析與市場分析的工作都做完了，那麼分析師還剩下什麼工作可以做呢？
- 其實，產業分析也是份量很重的工作，須由**證券分析師**來作！
- 證券分析師接著對特定的產業作分析，並對產業內所屬的企業進行評估。



- **產業分析**的內容包括影響產業供給需求的因素、重要的發展、是否有引入新的產品線、價格與成本的結構是否有改變、主要的競爭者為誰等。
- 對特定的公司進行分析，必須先對其所屬的產業有徹底的了解，也因此專業的分析師通常只**專研於一、二個特定的產業**。

- 有了前三項分析做基礎，分析師對**個別企業的營運**概況能有更深入的想法，需特別著重在企業的未來獲利能力、成長性的預測，評估其財務穩健度。
- 這些預測必須整合先前的研究，包括總體經濟環境、產業分析，以及企業內部的行銷、策略規劃、財務分析、資產的評價與管理等。

# The Cascade of Projections

- 許多的變數會影響公司的營收預估。Top-down的方法就是將總體經濟、資本市場、產業狀況這些因素分別做考量。
- 舉例來說，US的GNP增加1%，水泥銷售額增加1.5%，則當GNP增加3% 一家市場佔有率固定的公司可增加4.5%的收入。
- 分析師的工作就是找出影響最大的變數，通常以迴歸的方式找出，接著就可環環相扣由上而下推估出個別公司的情況。

- 發展一連串預測性的推估過程是困難的。
- 任何經濟上或商業的預測值都有先天的不確定性，任一個環節有誤差，則從最上層的總體經濟因素推衍到最下層的個別公司因素會讓誤差因相乘效果而擴大。
- 這樣的情形在預測區間長的時候更明顯。分析師的準確度隨著時間而急速下降。

# Selecting Stocks for Study

## Top-Down Versus Bottoms-up

- **Top-down**模式是先從經濟面和資本市場的分析出發，重視對於大環境變數的考量，來挑選他們認為未來前景較看好的產業，之後再從所選產業中挑出較具競爭力和營運績效不錯的公司。
- 投資組合的經理人和證券分析師所重視的是相對的投資績效(當股市下跌10%，其股票只下跌5%)是故他們較著重於**Bottoms-up**的方法來選擇較佳的投資機會。

- 在**bottoms-up**下，投資組合的經理人使用各公司間財務比率的比較來評斷公司的體質、未來的成長性。
  - 以製造商為例，從三方面來做評估的方向
    - (1) 獲利性。
    - (2) 持續的銷售成長記錄
    - (3) 市值/帳面價值是否在2.0以下
- 可藉由電腦篩選得出**50**家符合上述條件的廠商，之後經理人再從這些公司之中去挑選並考量其所處的產業概況。
- **Peter Lynch**就是一個採用**bottoms-up**相當成功的投資專家。

- 在同一個產業中，一般是挑選P/E 比較低的企業，可能成為有利的投資標的。假如市場上普遍錯估公司未來的潛力，則此公司的股價會被低估（P/E比較低）。
- 這種選股法的風險是，可能整個產業的平均價格皆被過份高估了，而非公司的市值被低估了。
- 有些投資人會完全的依賴**bottoms-up**來選股，這具有著相當的危險性。過份低估的公司可能在夕陽產業中或甚至是有重大財務問題的公司。

# Limited Time and Resources

- 分析師面對大量的資訊必須能從中選擇對其預測報告真正有意義的變數。
- 分析師必須及時寫出研究報告，在時間的壓力下，分析師通常從不完整的資訊下做出決策，靠的是經驗累積其判斷性。
- 不同產業的重要影響因子也不同，每個產業都要有其特別的參數。



# The Margin of Safety

- **邊際安全價格**，扮演一個緩衝的關鍵角色，因為預測經濟情勢及財務狀況時，有著先天的不確定性，例如資訊的不足、或者是被誤導等等，會產生偏差。
- 使用邊際安全價格並不能保證就不會有損失，但它的確能減少造成損失的機會而增加獲利的可能性。

- **Graham和Dodd認為，除非市場價格和分析師認為的合理價格存在著一個足夠的緩衝區。否則並不建議冒然買進這檔股票。**
- **若此檔股票的市價高於分析師認為的合理價格，超出了這個緩衝區，那麼他們就會建議將此檔股票賣出。**

- 一個合理的區間約為上下15%
- 舉例來說假設一公司的股價目前是30元，而你的研究指出這家公司的股票應該值35，那麼就應該買進此檔股票，因為 $35/30=117\%$ ，已經超過了15%的區間。同樣的，如果某公司的股價目前是120，而你的研究認為他只值85到90之間，那麼就應該賣出此檔股票。

- 
- 邊際安全價格理論適用於任何的評價方式，不論是intrinsic value、relative value、acquisition value、leveraged buyout value、以及liquidation value。

- **Economic and financial Projections**和**the margin of safety**息息相關，如果所預測的價格是不合理的，那麼使用邊際安全價格理論的幫助並不大。
- 大部分的分析師常犯的錯誤就是太過於樂觀，他們往往看不到經濟情勢的逆轉和不景氣的來臨。很多專家會過於依賴並且相信廠商所提供的資訊，造成喪失客觀，陷入幫廠商畫大餅的陷阱中：矽統和華泰
- 鑒於此，預測價格時應該採用較為保守的數字，再搭配邊際安全價格理論來使用。