

第二篇 基本分析篇

第 7 章 公司价值分析

第一节 公司基本分析

（一）公司基本情况分析

1. 公司概况及产业竞争地位分析

（1）公司的基本概况

- 对公司进行分析时，首先要弄清楚公司所处的产业、公司的主要经营业务。
- 其次，要分析公司的产品和服务，公司产品的生命周期；消费者如何使用其产品和服务；客户及其类型；生产要素的供给状况；生产的组织、技术水平；公司的组织结构；营销和销售策略等。

（2）竞争对手分析

- 从四个方面分析：（1）竞争对手的目标和战略；（2）经营状况和财务状况分析；（3）技术经济实力的分析；（4）领导者和管理者背景分析

(3) 公司在产业中的竞争地位分析

- 对公司在产业中的竞争地位分析，可以采用SWOT这一分析工具来进行。SWOT分析主要是通过列举公司相对于竞争对手的优势和劣势、公司外部环境给企业竞争带来的影响因素来分析公司在产业中的竞争地位。

优势 (S)	劣势 (W)
机会 (O)	威胁 (T)

SWOT分析矩阵

SWOT分析

- 优势(S)是公司的内部因素，是指在竞争中相对优势的方面，具体包括:有利的竞争态势；充足的资金来源；良好的企业形象；技术力量；规模经济；产品质量；市场份额；成本优势；广告攻势等。
- 劣势(W)也是公司的内部因素，是指在竞争中相对弱勢的方面，具体包括:设备老化；管理混乱；缺少关键技术；研究开发落后；资金短缺；经营不善；产品积压；竞争力差等。
- 机会(O)是公司的外部因素，具体包括:新产品；新市场；新需求；市场壁垒解除；竞争对手失误等。
- 威胁(T)也是公司的外部因素，具体包括:新的竞争对手；替代产品增多；市场紧缩；行业政策变化；经济衰退；客户偏好改变；突发事件等。

2.公司经济区位分析

经济区位是指地理范畴上的经济增长点及其辐射范围。上市公司的投资价值与区位经济的发展密切相关。进行区位分析时应该注意以下几个方面。

- 区位自然条件及基础条件
- 区位内政府相关政策
- 区位内的经济特色

3.公司价值链分析

将企业创造价值的过程分解为一系列互不相同但又互相关联的价值增值活动，这些活动构成了企业的价值链。

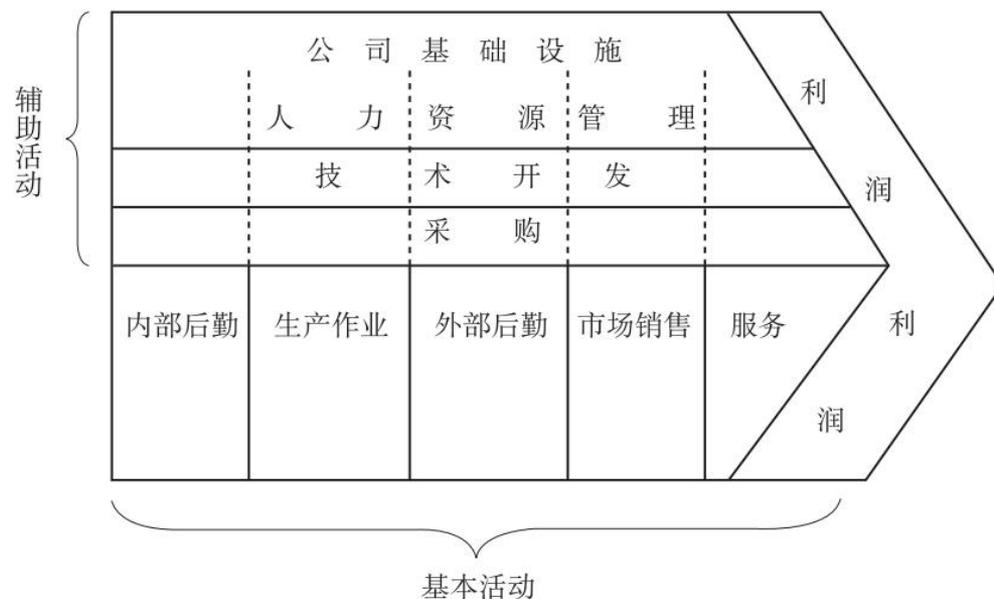


图 7-2 基本价值链^①

企业内的基本活动有五种类型，每一种类型又可依据产业特点和企业战略划分为若干显著不同的活动：

- 内部后勤
- 生产作业
- 外部后勤
- 市场销售
- 服务

利用价值链可以分析企业所进行的一系列生产经营活动及其如何相互作用，寻找企业在价值链上某个特定价值环节上的竞争优势，并长期保持这种特定的优势。

（二）公司战略定位分析

在现代经济社会中，由于资本在产业之间流动速度的加快和信息传播成本降低，致使每一个产业中的企业都面临着日趋激烈的竞争。对于任何一个企业而言，制定正确的竞争战略是确保其在行业中生存并得以发展的基础。

- **成本领先战略**，指通过有效途径，使企业的总体成本低于竞争对手的成本，以获得同行业平均水平以上的利润。
- **差异化战略**，是指为使企业产品、服务和形象与竞争对手有明显的区别，形成与众不同的特点而采取的一种竞争战略。
- **聚焦战略**，指公司主攻某个特定的顾客群、某产品系列的一个细分区段或某一个地区市场。

（三）公司竞争优势分析

1.公司的资源

企业的有形资产、无形资产和组织资本构成了企业的资源。有形资产是企业资产负债表上体现的唯一资源，它包括房地产、生产设施、原材料等；无形资产包括企业的声望、品牌、文化、技术知识、专利和商标，以及日积月累的知识和经验；组织资本是资产、人员与组织投入产出过程的复杂结合。

- 稀缺性
- 持久性
- 不可替代性

2.核心能力

核心能力是一种能为企业进入各类市场提供潜在机会，能借助最终产品为顾客所认定，而且不易为竞争者所模仿的能力。核心能力是企业在特定的经营环境中的竞争能力和竞争优势等方面知识及技能、技术体系、管理体系、价值观念与行为规范的有机组合，是识别和提供竞争优势的知识体系。核心能力具有以下特性：

- 有价值
- 异质性
- 扩展性
- 动态性

第二节 绝对估值法

对于上市公司的估值方法，通常包括两类：绝对估值法和相对估值法。绝对估值法的核心理念是“股票是未来预期现金流以合理贴现率进行贴现的现值”。绝对估值法的关键在于对股票未来现金流的预测和股票合理贴现率的确定。绝对估值法对于未来现金流的理理解具有多种不同的视角，因而也就产生了多种不同的绝对估值法。

常用的估值法包括股利贴现(discounted dividend)模型、自由现金流贴现(discounted free cash flow)模型、剩余收入贴现(discounted residual income)模型等。

(一) 股利贴现法

1. 模型

股利贴现模型(DDM)的主要假设之一是“股票的价值等于未来永续现金流的现值”，即

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \dots \quad n=1, 2, \dots, +\infty$$

或者

$$P_0 = \sum_{i=1}^{+\infty} \frac{D_i}{(1+k)^i}$$

式中， D_i 为第*i*期的股利； k 为权益资本的必要收益率； P_0 为当期股票价格。

如果股票的股利符合稳定增长的假设——股利的稳定增长率为 g ($g < k$)，则上式可以表示为：

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

或者

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

2.特点

- (1)该模型不适于没有股利发放历史或未来没有明确股利发放政策的上市公司，由于这类公司的股利现金流具有不可预测性，所以基于任何预测的股利均无法作为企业股价评估的合理现金流来使用。
- (2)该模型不适于股利发放与企业收益没有直接关系的上市公司。
- (3)对于没有交易历史的上市公司而言，无法使用CAPM模型来估计必要收益率，从而贴现率的缺失也会给DDM模型的使用带来困难。
- (4)对于股利发放仍不稳定的上市公司，也很难用前述模型来解决

3.股利贴现模型的应用

由于股利现金流需要通过公司权益资本的必要收益率进行贴现后才等于股价,所以风险越大也就意味着贴现率越高,现值越小,股价越低。对于公司权益资本的必要收益率,通常可以通过资本资产定价模型来获得:

$$k = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

式中, k 为公司权益资本的必要收益率; r_f 为无风险收益率; r_m 为市场收益率; β 为公司股票的 β 值。

当投资者利用股利贴现模型计算出股票的价值之后,应该将其与当前的股票价格进行比较:如果股票的市场价值低于所估计的股票价值,则该股票的价格被低估;反之,如果股票的市场价值高于所估计的股票价值,则该股票的价格被高估。

(二) 自由现金流贴现法

自由现金流贴现模型：
$$V = \sum_{i=1}^{+\infty} \frac{FCF}{(1+r)^i}$$

1. 公司价值
$$\text{公司价值} = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

式中， $FCFF_t$ 为 t 时点预期的公司的自由现金流(free cash flow to firm) \hat{FCFF} 公司的自由现金流 (FCFF)

WACC = 息税前利润 \times (1 - 税率) + 折旧及摊销 - 营运资本增加额 - 资本支出 \div 本。

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times K_e + \frac{D}{D+E} \times K_d (1-T)$$

式中， $E/(D+E)$ 为权益资本的权重； $D/(D+E)$ 为债务资本的权重； K_e 为权益资本的成本，是公司权益投资者所要求的回报率； K_d 为债务资本的成本，是公司债权投资者所要求的回报率； T 为公司税率。

2. 股权价值

$$\text{股权价值} = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t}$$

式中， $FCFE_t$ 为 t 时点预期的属于公司股东的现金流； K_e 为权益资本的成本。

$$FCFE = FCFF - \text{税后利息支出} - \text{净债务偿还} \quad (\text{偿还的债务本金} - \text{新发行债务})$$

$$\text{公司价值} = \text{股权价值} + \text{净债务}$$

$$\text{净债务} = \text{公司总债务} - \text{现金及现金等价物}$$

$$\text{股权价值} = \text{公司价值} - \text{净债务}$$

2.特点

自由现金流贴现法具有以下优点：

- (1)理论上最完善的方法。
- (2)估值结果接近股权的内在价值。
- (3)充分反映公司的经营战略。
- (4)受市场短期及周期性变化的影响较少。

自由现金流贴现法同时也有如下缺点：

- (1)估值方法复杂，工作量大。
- (2)估值区间的范围大，估值结果可用性有限。

第三节 相对估值法

1. 基本模型

相对估值法也称乘数估值法。相对估值法的基本思想是：在运行良好的股票市场上，投资者对未来获利预期相同的资产应该支付相同的价格；或者说，投资者对相同质量的资产不会支付更高的价格。用公式可表示为：

$$\text{公司价值} = \text{价值驱动因素} \times \text{乘数}$$

上式中的价值驱动因素是指实际驱动公司价值增长的变量。这些驱动因素反映的是公司本身的盈利能力或拥有的资源，可以是利润、每股利润、收入、总资产、净资产或用户数等。

2.特点

优点：

- (1) 易于计算，快捷高效
- (2) 采用当前股价或交易价格计算，提高了估值的准确性
- (3) 少数股权投资的最佳估值方法

缺点：

- (1) 很难找到完全一致的可比公司
- (2) 估值结果的准确性受市场影响较大
- (3) 会计政策的选择会影响估值的结果
- (4) 使用单一年度盈余进行估值不能反映公司发展潜力
对公司价值的影响

3. 相对估值法在投资中的运用

市盈率（P/E）估值法

市盈率是指股票理论价值和每股收益（EPS）的比例。
静态市盈率；动态市盈率。

公司股权价值 = 可比公司市盈率 × 公司每股收益

当某股票的实际价格高于评估价格时，表示股价高估 (overpriced)，此时应当卖出；反之，当某股票的实际价格低于评估价格时，表示股价低估 (underpriced)，此时应当买入。

确定理论P/E的基准标杆有多种方法，通常使用的有：

- (1) 在同类行业内，风险因素和经营状况相似的企业。
- (2) 上市公司所在行业的平均值。
- (3) 上市公司的历史平均值。

市盈率指标的优缺点。

市净率（P/B）估值法

市净率是指股票价格与每股净资产的比率，反映了市场对于上市公司净资产经营能力的溢价判断。

在给定企业 ROE、权益资本成本以及企业长期稳定增长率 (sustainable growth rate) 的假定之下，上市公司的市净率为：

$$P/B = 1 + \frac{ROE - k}{k - g}$$

其经济含义：在给定条件下，上市公司的 ROE 越高，其为股东创造的价值也就越高，股东为上市公司支付的溢价水平也就越高。同理，在给定条件下，上市公司可持续的增长率越高，其能够给股东创造超额收益的时间也就越长，股东就更愿意为其支付较高的溢价。

市销率（P/S）估值法

市销率是股票价格与每股销售收入的比例。

$$P/S = \text{公司市值} / \text{销售收入} = \text{每股价格} / \text{每股销售收入}$$

该估值模型适用于发展到一定阶段且有较稳定经营收入的公司。市销率还可用于对互联网公司、通信设备公司、公共事业公司及制药公司的估值。

市盈增长率（PEG）模型

由于增长率会影响P/E，因此直接根据P/E判断股票的高估或低估会因为不同公司增长率的不同而带来偏差。因此，从原有市盈率又衍生出市盈增长率，即用每股收益的未来3年或5年的复合增长率除以股票的市盈率。在实务中，通常将PEG=1作为一个比较基准。该比率主要用于成长性行业，如奢侈品行业、保健品行业及技术行业等。

公司价值乘数模型

公司价值/息税折旧摊销前利润 (EV/EBITDA)，被称为公司价值乘数，

$$\begin{aligned} \text{公司价值 (EV)} &= \text{股权价值} + \text{净债务} \\ &= \text{股权价值} + (\text{债务} - \text{现金}) \end{aligned}$$

$$\text{EBITDA} = \text{净利润} + \text{所得税} + \text{利息} + \text{折旧} + \text{摊销}$$

$$\text{目标公司价值} = \text{可比公司 EV/EBITDA} \times \text{目标公司 EBITDA}$$

EV/EBITDA具有较强的适用性。

常用的估值乘数及适用范围

表 7-1 常用的估值乘数及适用范围

估值方法	优点	缺点	适用范围
P/E	计算简便；考虑了公司的经营风险和未来收益预期，以及公司、行业的成长性	受会计报表编制和企业生命周期变化的影响较大；盈利为负的企业无法使用	适用于盈利相对稳定且受周期性影响较弱的企业，如一般制造业、食品行业、服务业、道路运输业等的企业
P/B	每股净资产通常为正值且相对每股收益更稳定	无法准确衡量无形资产的价值；不适用于净资产规模小的企业；不适用于测算公司成长性	适用于固定资产数量较大且账面价值较为稳定的企业，或是在企业盈利状况不稳定时使用。 P/B 适用于银行业企业
P/S	营业收入指标不会为负值，适用范围较广；销售收入相对净利润和净资产的精确度更高	营业收入不能反映企业创造价值的 ability；对于成本波动较大企业的预测精度较低	适用于尚未盈利但企业营业收入稳定、持续增长的企业，或是处于成长期、业务规模正在扩张的企业。 P/S 适用于互联网、公共事业、零售等行业的企业
PEG	更好地考虑了企业的成长性；可以优化对高市盈率企业的估值	忽视企业当前的盈利能力；不能对负净利润的企业进行估值；预测企业未来增长率较为困难	PEG 为企业未来 3~5 年收益的复合增长率，适用于盈利能力较好且成长性较高的企业，如信息技术、生物技术等行业的企业
$EV/EBITDA$	排除了折旧、摊销、税率和资本结构的影响；更注重主营业务收入	不适用于固定资产变化快的企业；忽略了企业的成长性	与净利润相比，EBITDA 的扣除费用项目较少，基本为正数，适用于资本密集型企业以及折旧、摊销费用占比较大的企业，如电信、化工、航空等资本密集型行业的企业