

用估值法鉴别“好苹果”与“坏苹果” PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/80/2021_2022__E7_94_A8_E4_BC_B0_E5_80_BC_E6_c47_80698.htm "做庄"时代的终结,引发了人们对很多问题的思考,其中的两个问题是,中国的资本市场是否具备了价值分析的土壤?估值方法在目前中国市场的适用性如何?我的理解是,估值方法的方法论意义可能要大于具体的数量结果,不同行业和公司要谨慎择取不同的估值方法,而财务分析是估值的基础,全面、真实的财务信息是财务分析的技术性前提,信息披露方面的任何制度缺失都可能削弱这种前提的基础。

一、估值的方法论意义大于数量结果

公司价值是上市公司股价形成的基础,估值是对上市公司价值形成的认识。估值,既是寻找股票合理价位的过程,是对各种因素进行模拟量化的过程,也是了解公司面临的各種不确定性、测量风险的过程。这的确是一件费时耗神的事情。估值的结果可能会因研究员对参数的选择、判断有所不同,但是估值的过程基本上是一样的,它为研究员提供的是一个严谨的分析框架,系统地考虑影响公司价值的每一个因素,最终评估一个公司的投资价值。对中国市场而言,这种方法意义更为迫切而实际,或许比数量结果本身更重要。

1、估值为理解公司战略提供严谨的框架。

在分析公司的投资价值过程中,财务报表只提供一半的信息。分析一个公司的基本面,既要考虑财务状况、产品结构、业务结构,同时也需要考虑行业的发展和公司的战略,这种全面的视野应该是估值的一大要义所在。在中国市场上,有些公司业绩变脸快,产业周期短且具有较大的不确定性,因此估值所提供的全面思维的视野尤为重要。以现金流贴现模型为例,首先要解决的

问题当然是评估公司还是评估股权,其依据是公司财务杠杆。如果负债率比较高,则负债成本对公司价值影响大,宜采用评价公司的方法,反之用评估股权的方法。预测投资收益和测算盈利增长率是估值的另一核心。投资收益结构如何?是始终按现有的速度增长,还是依产业的发展速度有所变化?预测得合理与否,将建立在研究员对产业发展和公司竞争力把握的基础之上。要做好一个现金流贴现估值,仅从财务报表中得出数据是远远不够的,还需要对行业发展和公司战略有清晰的了解。这里所说的战略包括公司产业领域的选择、产品的选择和生产流程的选择。要依据这些战略,对模型参数进行修正,提高估值的准确性。估值方法提供的正是这样一种方法论框架,逼着研究员去判断哪些信息有用,哪些信息相对不重要,以期对上市公司形成立体和全面的认识。据此对公司的里里外外作一番透彻的分析之后,对其投资价值已经有八、九分成数,具体的数量结果反而是次要的。也就是说,方法论的意义可能更甚于数量结果本身。

2、估值促进对特定公司的信息挖掘。我国现行规定中,不要求资源类上市公司披露矿藏储量,因此对这类公司的估值多以产量为依据,与其他类型公司的估值方法差别不大,无法体现这类公司价值来源的特殊性。事实是,资源类公司对矿藏资源的拥有情况,是产量形成的依据,它比产量更能反映公司的价值。例如,在定价驰宏锌锗的时候,如果采用期权定价模型,就要求研究员获取该公司矿石储量的数据,了解矿藏开发寿命,以及开发成本等,再根据伦敦金属交易所或我国行业协会的历史信息,计算价格波动程度,将这些要素一一量化,运用Black-Scholes模型计算出这些矿藏的期权价值,结合公司的其他资产的收益状况,测算出该公司的内在投资价值。如果不

采用期权定价模型,人们就不大可能深究矿藏情况,而仅仅凭产量来判断公司的投资价值,显然漏掉了该公司拥有超大特富型铅锌金属矿床这一影响公司价值的特有信息。

3、估值有助于识别公司财务舞弊。

财务舞弊是股票市场的通病。运用股权现金流贴现模型,对公司财务舞弊进行"复盘",我们可以找出一些股价与股权价值严重背离的关系。以蓝田股份为例,采用的股权自由现金流,我们可以发现该公司的财务有问题,得出基本面不能支持飙升股价的结论。因为1998、1999和2000年,该公司连续三年股权自由现金流为负值,其含义是蓝田股份的现金流不能维持该公司正常营运要求,在估值方面要比同类公司打更大的折扣,至少不能进入投资组合。

二、不同的估值模型适用于不同行业、不同财务状况的公司估值对中国市场的意义,

还表现在对不同估值模型的认识上。因为每一种模型都有其适用性和缺陷,对于不同行业、不同财务状况的公司,需要采用不同的估值模型,甚至多种模型综合评估。以市盈率法为例,市盈率法以其简单、直观,为各国投资界所惯用,也是我国应用最普遍的估值法。但是这种方法有明显的不足,除了难以寻找可比性很强的公司这一共同缺陷外,我国上市公司多元化经营比较普遍、产业转型频繁也为采用这一方法增加了不少难度。亏损公司无法用市盈率法进行估值,可以用市净率法。这种方法对银行、保险和其他流动资产比例高的公司的估值比较有效。此外,对ST、PT公司来说,用市净率法分析一些流通量比较大的公司也比较有效。现金流贴现模型同样有局限。该模型的准确性受贴现率的影响很大,宜用比较保守的贴现率,并在最后作敏感性分析。在现金流贴现的各种模型中,红利贴现模型对处于防御性行业、分红稳定的公司比较适用。在运用各

种现金流贴现模型中,要求剔除非经常损益,以保证获得正常的现金流。 100Test 下载频道开通, 各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com