

公司估值方法

公司估值方法是上市公司基本面分析的重要利器，在“基本面决定价值，价值决定价格”基本逻辑下，通过比较公司估值方法得出的公司理论股票价格与 market 价格的差异，从而指导投资者具体投资行为。公司估值方法主要分两大类，一类为相对估值法，特点是主要采用乘数方法，较为简便，如 PE(price/eps) 估值法、PB(PB=Price/Book(市净率)。就是每股市场价格除每股净资产的比率。) 估值法、PEG(PEG指标(市盈率/盈利增长率)) 估值法、EV/EBITDA(EV EBITDA: 企业价值与利息、税项、折旧及摊销前盈利的比率) 估值法。另一类为绝对估值法，特点是主要采用折现方法，较为复杂，如 DCF(Discounted Cash Flow) 现金流量折现方法、期权定价方法等。

相对估值法与“五朵金花”

相对估值法因其简单易懂，便于计算而被广泛使用。但事实上每一种相对估值法都有其一定的应用范围，并不是适用于所有类型的上市公司。目前，多种相对估值存在着被乱用和被滥用以及被浅薄化的情况，以下就以最为常用的 PE 法为例说明一二。

一般的理解，P/E 值越低，公司越有投资价值。因此在 P/E 值较低时介入，较高时抛出是比较符合投资逻辑的。但事实上，由于认为 2004 年底“五朵金花” P/E 值较低，公司具有投资价值而介入的投资者，目前“亏损累累”在所难免。相反，“反 P/E”法操作的投资者平均收益却颇丰，即在 2001 年底 P/E 值较高时介入“五朵金花”的投资

者，在 2004 年底 P/E 值较低前抛出。那么，原因何在？其实很简单，原因就在于 PE 法并不适用于“五朵金花”一类的具有强烈行业周期性的上市公司。

另一方面，大多数投资者只是关心 PE 值本身变化以及其与历史值的比较，PE 估值法的逻辑被严重浅薄化。逻辑上，PE 估值法下，绝对合理股价 $P = \text{EPS} \times \text{P/E}$ ；股价决定于 EPS 与合理 P/E 值的积。在其它条件不变下，EPS 预估成长率越高，合理 P/E 值就会越高，绝对合理股价就会出现上涨；高 EPS 成长股享有高的合理 P/E？低成长股享有低的合理 P/E。因此，当 EPS 实际成长率低于预期时（被乘数变小），合理 P/E 值下降（乘数变小），乘数效应下的双重打击小，股价出现重挫，反之同理。当公司实际成长率高于或低于预期时，股价出现暴涨或暴跌时，投资者往往会大喊“涨（跌）得让人看不懂”或“不至于涨（跌）那么多吧”。其实不奇怪，PE 估值法的乘数效应在起作用而已。

冗美的绝对估值法

绝对估值法（折现方法）几乎同时与相对估值法引入中国，但一直处于边缘化的尴尬地位，绝对估值法一直被认为是“理论虽完美，但实用性不佳”，主要因为：（1）中国上市公司相关的基础数据比较缺乏，取得准确的模型参数比较困难。不可信的数据进入模型后，得到合理性不佳的结果，进而对绝对估值法模型本身产生信心动摇与怀疑；（2）中国上市公司的流通股不到总股本 1/3，与产生于发达国家的估值模型中全流通的基本假设不符。

不过，2004 年以来绝对估值法边缘化的地位得到极大改善，主要因

为：中国股市行业结构主体工业类的上游行业，特别是能源与原材料，周期性极强。2004年5月以来的宏观调控使原有的周期性景气上升期间广泛使用的“TOP DOWN研究方法（宏观经济分析→行业景气判断→龙头公司盈利预测）”的重要性下降；而在周期性景气下降，用传统相对估值法评价方法无法解释公司股价与内在价值的严重背离的背景下，“细分行业、精选个股”研究方法的重要性上升，公司绝对估值法开始渐渐浮上台面。

尤其是2005年以来，中国股权分置问题开始分步骤解决。股权分置问题解决后，未来全流通背景下的中国上市公司价值通过绝对估值法来估计价值的可靠性上升，进一步推动了投资者，尤其是机构投资者对绝对估值法的关注。

绝对估值法中，DDM（DDM股利贴现模型）模型为最基础的模型，目前最主流的DCF（Discounted Cash Flow）法也大量借鉴了DDM的一些逻辑和计算方法。理论上，当公司自由现金流全部用于股息支付时，DCF模型与DDM模型并无本质区别；但事实上，无论在分红率较低的中国还是在分红率较高的美国，股息都不可能等同于公司自由现金流，原因有四：（1）稳定性要求，公司不确定未来是否有能力支付高股息；（2）未来继续来投资的需要，公司预计未来存在可能的资本支出，保留现金以消除融资的不便与昂贵；（3）税收因素，国外实行较高累进制的资本利得税或个人所得税；（4）信号特征，市场普遍存在“公司股息上升，前景可看高一线；股息下降，表明公司前景看淡”的看法。中国上市公司分红比例不高，分红的比例与数量不具有稳定性，

短期内该局面也难以改善，DDM模型在中国基本不适用。

目前最广泛使用的DCF估值法提供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。DCF估值法与DDM的本质区别是，DCF估值法用自由现金流替代股利。公司自由现金流 (Free cash flow for the firm) 为美国学者拉巴波特提出，基本概念为公司产生的、在满足了再投资需求之后剩余的、不影响公司持续发展前提下的、可供公司资本供应者（即各种利益要求人，包括股东、债权人）分配的现金。

硬币双面 两法合宜

笔者认为，相对估值法和绝对估值法为一个硬币的两面，不存在孰优孰劣的问题。不同的估值方法适用于不同行业、不同财务状况的公司，对于不同公司要具体问题具体分析，谨慎择取不同估值方法。多种相对法估值和至少一种绝对法估值模型估值（以DCF为主）结合使用可能会取得比较好的效果。例如：高速公路上市公司，注重稳定性，首选DCF方法，次选EV/EBITDA；生物医药及网络软件开发上市公司，注重成长性，首选PEG方法，次选P/B、EV/EBITDA；房地产及商业及酒店业上市公司，注重资产（地产等）帐面价值与实际价值的差异可能给公司带来的或有收益，应采用RNAV法与PE法相结合的方法；资源类上市公司，除关注产量外，还应关注矿藏资源的拥有情况，应采用期权定价 (Black-Scholes) 模型模型。

在目前周期性行业（股市主体）景气下降的背景下，投资者应加强对绝对估值法的认识和理解，通过相对法和绝对法结合使用，使投资者分

析公司的基本面时，既考虑当前公司的财务状况、产品结构、业务结构，又考虑未来行业的发展和公司的战略，了解公司未来的连续价值，从而对公司形成全面的认识，作出更理性的投资判断。

企业价值 Enterprise value, EV

精要解释：一种衡量公司业务价值的估值指标，公式为，公司市值 + 净负债

投资应用：该指标最早是用作收购兼并的定价标准，现在已广泛用于对公司价值的评估和股票定价。这里的公司价值不是资产价值，而是指业务价值，既如果要购买一家持续经营的公司需要支付多少价钱，这笔钱不仅包括对公司盈利的估值，还包括需承担的公司负债。企业价值被认为是更加市场化及准确的公司价值标准，其衍生的估值指标如 EV/销售额、EV/EBITDA 等被广泛用于股票定价。

相关词条：市值、净负债、收购兼并、EV/销售额、EV/EBITDA

EV/EBITDA

精要解释：又称企业价值倍数，是一种被广泛使用的公司估值指标，公式为，

$EV \div EBITDA$

投资应用：EV/EBITDA 和市盈率（PE）等相对估值法指标的用法一样，其倍数相对于行业平均水平或历史水平较高通常说明高估，较低说明低估，不同行业或板块有不同的估值（倍数）水平。但 EV/EBITDA 较 PE 有明显优势，首先由于不受所得税率不同的影响，使得不同国家和市场的上市公司估值更具可比性；其次不受资本结构不同的影响，公司对资本结构的改变都不会影响估值，同样有利于比较不同公司估值水平；最后，排除了折旧摊销这些非现金成本的影响（现金比账面利润重要），可以更准确的反映公司价值。但 EV/EBITDA 更适用于单一业务或子公司较少的公司估值，如果业务或合并子公司数量众多，需要做复杂调整，有可能会降低其准确性。

相关词条：EV、EBITDA、市盈率、相对估值法、所得税率、可比性、资本结构、折旧、摊销

EV/ 销售收入 EV/sales

精要解释：一种公司估值指标，公式为，企业价值（EV）÷主营业务收入

投资应用：该估值指标与市销率（P/S）的原理和用法相同，主要用作衡量一家利润率暂时低于行业平均水平甚至是处于亏损状态公司的价值，其前提条件是投资者预期这家公司的利润率未来会达到行业平均水平。使用销售收入的用意是销售收入代表市场份额和公司的规模，如果公司能够有效改善运营，将可实现行业平均或预期的盈利水平。该指标只能用于同行业内公司的比较，通过比较并结合业绩改善预期得出一个合理的倍数后，乘以每股销售收入，既可得出符合公司价值的目标价。