

上市公司估值方法

一、估值方法的初步浅析

常见的估值方式

一、相对估值法（乘数方法）

PE估值法（适用周期性较弱企业）

PB估值法（周期性较强行业）

PEG估值法（适用IT等成长性较高企业）

PS估值法（营收不受公司折旧、存货、非经常性收支的影响，不易操控，如商业企业）

EV/EBITDA估值法（净利润亏损，但毛利、营业利益并不亏损的公司）

二、绝对估值法（折现方法）

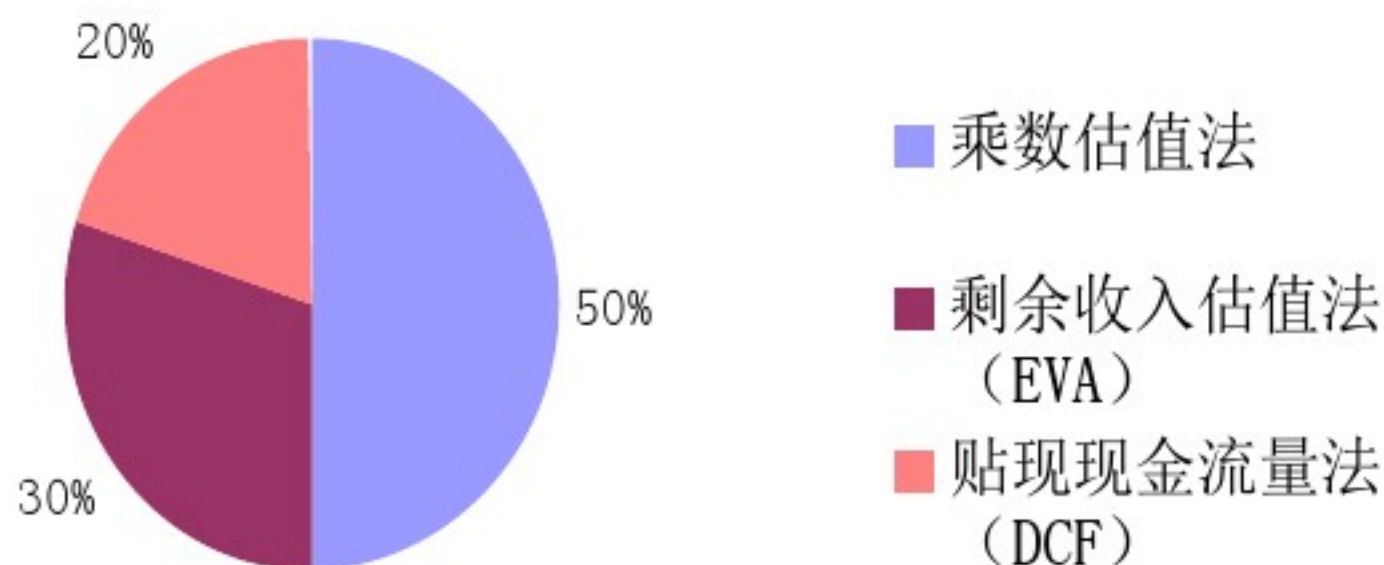
现金流量折现法

期权定价法

.....

乘数估值法仍是主流的估值方法

根据著名投资银行摩根斯坦利的统计数据，成熟市场上证券分析师最常使用的估值方法是乘数估值法（超过50%的使用率），剩余收入估值法（EVA）使用的概率为30%多一点，而教科书上最常推荐的贴现现金流量法（DCF）只有不到20%的使用率。



目前成熟市场上分行业最常用的估值乘数

——估值乘数已形成相对完善的体系

行业	下属行业	最常使用的乘数
汽车	制造	P/S
	零部件	P/CE的相对指标, P/S
银行		P/BV
基本原材料	造纸	P/BV
	化学制品	EV/EBITDA, EV/S, P/CE
	金属和矿物	P/LFCF, EV/EBITDA
建筑		P/LFCF, EV/FCF, P/S, EV/EBITDA
商业服务		EV/EBITDA, ROCE, P/LFCF, P/S, (P/S) /GROWTH
资本性产品	工程制造	P/S, EV/EBITDA, EV/S
	国防	P/S, EV/EBITDA, EV/S
食品、饮料和烟草	食品生产	EV/EBITDA, EV/CE
	啤酒生产和酒吧	ROCE, (P/S) /GROWTH, P/S的相对指标
	酒精饮料	EV/EBITDA
	烟草	ROCE

目前成熟市场上不同行业最常用的估值乘数

行业	下属行业	最常使用的乘数
保险		P/AV
休闲		EV/EBITDA
传媒		P/S的相对指标；EV/EBITDA
石油天然气	综合油气公司	P/S，EV/CV
房地产		P/FAD，EV/EBITDA，P/NAV
零售和消费品	服装	与市场 and 部门比较的P/S，EV/EBITDA
	食品	P/S的相对指标
	奢侈品	P/S，(P/S)/GROWTH，EV/S，(EV/E)/EBITDA的增长率
技术	软件，设备和半导体	P/S，P/S的相对指标
电讯		(EV/E)/EBITDA的增长率，EV/S，P/CUSTOMER
交通	航空	EV/EBITDA
	公路客运	P/S
公用事业		P/S，P/CE

估计方式最大的作用在于说服力

——分工作阶段的估值方法选用

项目阶段	选用方法	目的
接触期	PE、PEG、PB、PS 等快速方法	在初期最有效率的说服自己
深入期 PRE-IPO阶段	DCF、DDM、RNAV	进一步加强自身信心， 同时说服企业及外部投资方接受对目标企业EV的认定
后期 IPO阶段	国内基本是市场询价过程，估值方法的实际意义不大	

PS：寻找最合适的相对估值法；
辅以其他相对估值法配合使用；
必须多家同类公司比较使用某一相对估值法。

基本指标

股利折现模型 (DDM)

商业地产RNAV估值 = 评估值 - 总负债

BV (企业资本账面值)

净资产值 (NAV)

价格/现金盈余乘数 (P/CE) = 市值/折旧分摊前的净收入

现金流的确定和计算:

FCFE = 净收益 + 折旧 - 资本性支出 - 营运资本增加额 - 债务本金偿还 + 新发行债务

FCFF = 股权自由现金流(FCFE) + 利息费用 × (1 - 税率) + 本金归还 - 发行的新债 + 优先股股利

FCFF = EBIT × (1 - 税率) + 折旧 - 资本性支出 - 追加营运资本

FCFF = 上年销售收入 × (1 + 销售增长率) × 销售利润率 × (1 - 税率) - (当年销售收入 - 上年销售收入) × (固定资本增长率 + 营运资本增长率) = 上年现金税后净流量 - 本年度增加现金净需求量(拉巴波特模型)

二、制造业企业（周期性行业）的估值考虑

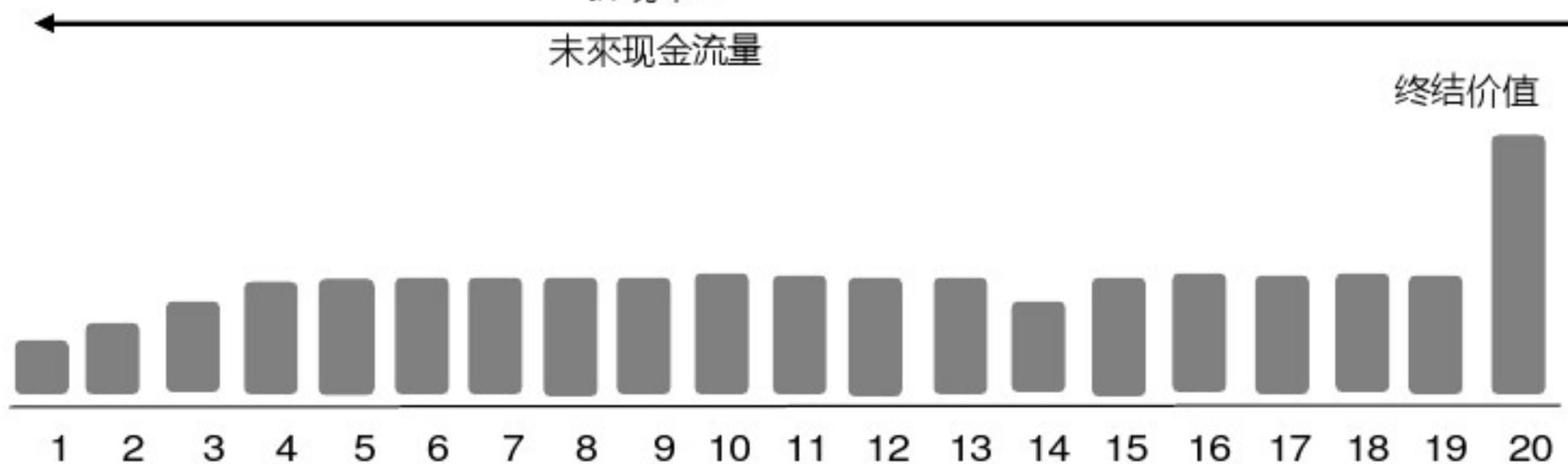
在此仅就DCF模型对周期性行业估值的个人体会进行阐述

公司估值 — 现金流折现法

现金流折现法

$$\text{估值} = \sum \left(\frac{\text{未来5-7年现金流量}}{(1 + \text{折现率})^n} \right) + \frac{\text{终结价值}}{(1 + \text{折现率})^n}$$

净现金



影响最大因素：

1. 未来现金流量预测（行业周期、产品周期、资本开支、产能增长、资本结构）
2. 折现率（利率环境、业务风险、债务风险、汇率风险、国家风险）

分析比较

优点

- 依据实在情况作出推算
- 对应付各种情况都有足够灵活性
- 通常应用于管理层决策，因此与估值过程完全配合
- 较能反映公司未来增长的预期
- 能就不同的假设作出敏感度分析

缺点

- 预测长期现金流有实际困难，每年净现金流增长速度也难以预测
- 对资本成本敏感度高的行业，该成本亦难确定
- 需要非常多的数据，而估值结果的获取过程较难理解
- 管理层需做大量的长期性计划和提供假设

结论

- 大多数国际投资者认为现金流折现法为较佳的方法

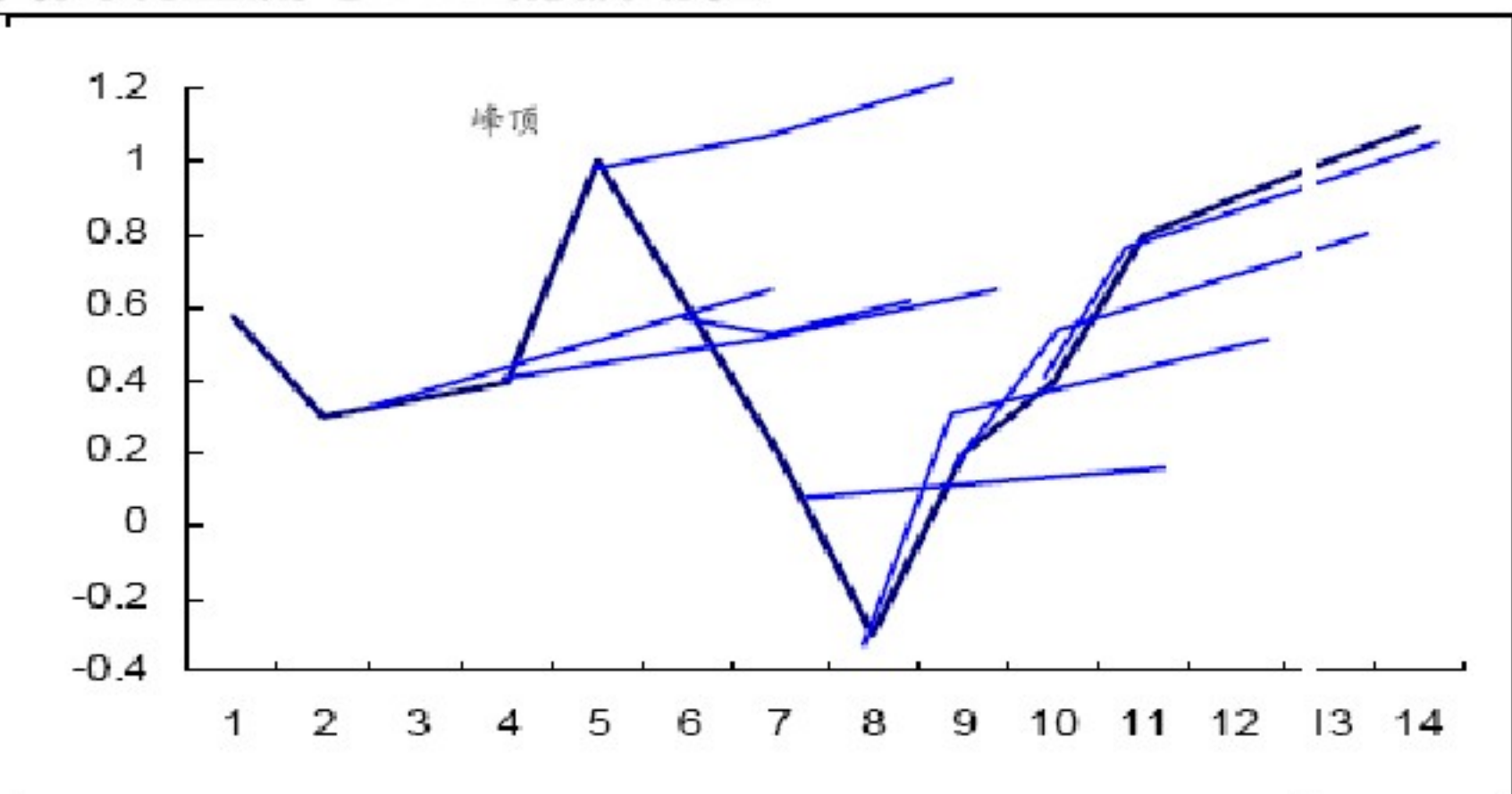
事实上对于具盈利前景的增长型企业，现金流折现法是最科学的方法，但仍存在一定问题

1、DCF估值对于周期性企业的不准确性

准确预测周期性公司未来收益的困难在于当前经济周期是否会持续下去存在着不确定性。

右图为（钢铁和交通运输设备制造业）的主流预测收益和实际收益。可以看到主流的预测根本就没有预测到收益变化的周期。除了在谷底当中对下一年度的预测，每股收益的变动趋势都毫无例外地被预测为向上。

自由现金流与DCF的波动性

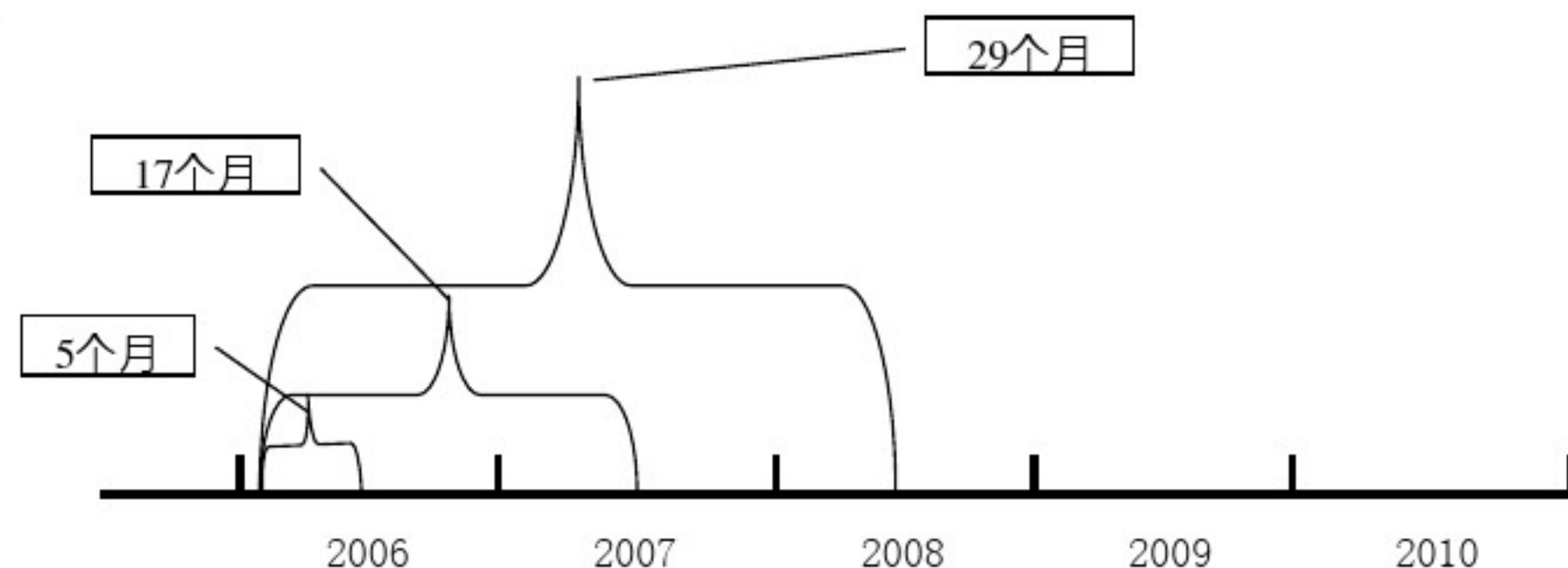


数据来源：国信证券经济研究所

2、制造业企业DCF估值时的折现时点重新确定

由于制造业企业的现金流入，存在相对稳定的月度稳定性，因此将年初产生的现金流入全部计入年末进行全年折算稍有偏颇。

因此制造业企业，对于年度FCF的折现取时点定为年中，既6月30日较为公允。



既根据估值时点，以预算当年6月作为自由现金流之折现起始时点开始折算（假定以目前时点为例）：

2006年FCF折现5个月

2007年FCF折现17个月

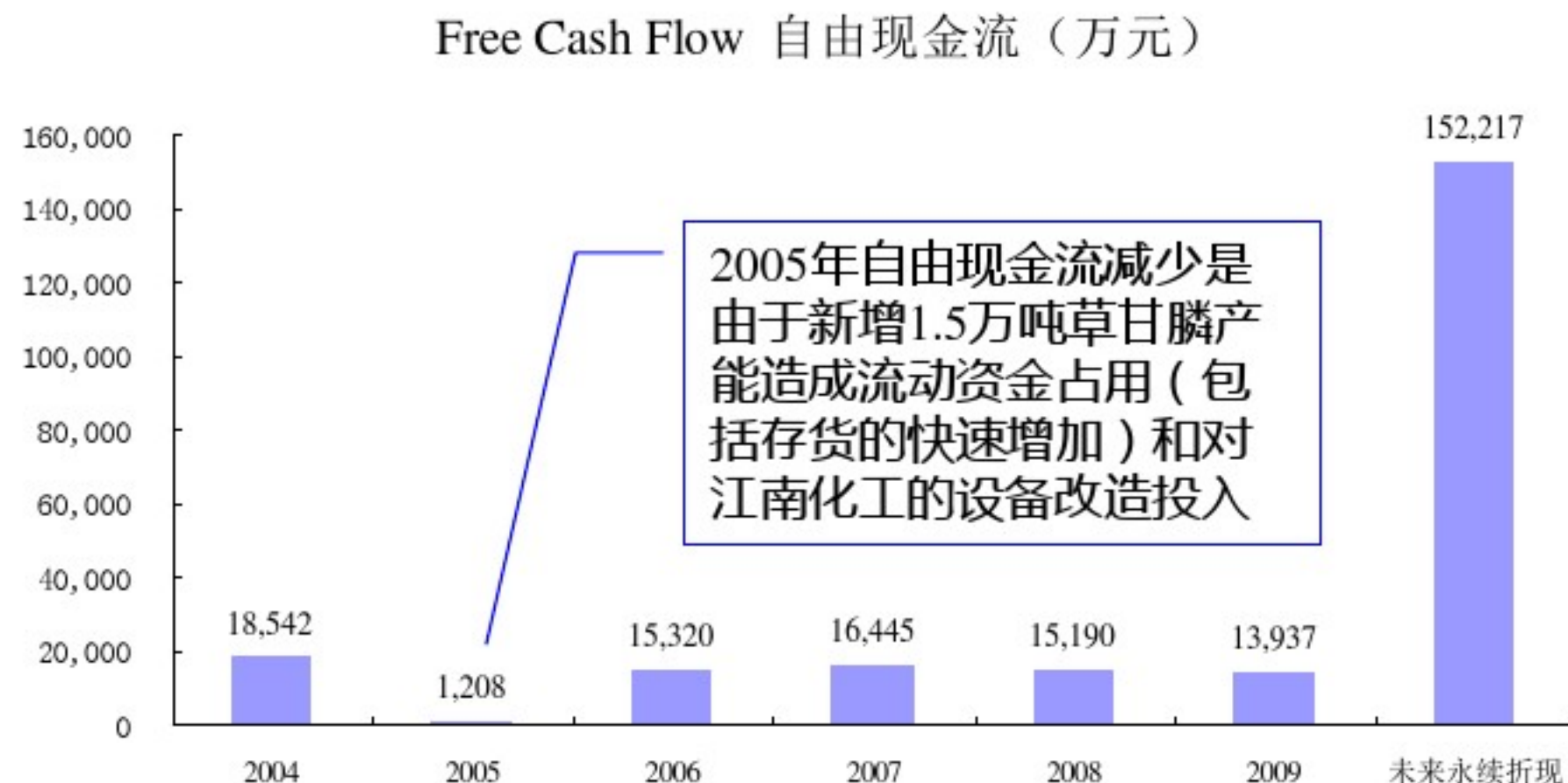
2008年FCF折现29个月

随后以此类推

3、高存货率企业采用DCF估值对企业价值的影响

在DCF的实证研究中，我们发现，在制造业企业DCF估算过程中，如预期目标企业在估算第二年销售收入大幅增长，而企业由于行业特征是属于低销售周转率企业，第二年突增的存货将大幅度增加企业经营性现金的需求，消弱企业当年自由现金流的流入，由于折现年限仅为1年，从而产生企业价值的低估。

新安股份DCF估算表



以新安股份为例：

17亿年销售收入×20%存货率×30%销售增长=1亿元的存货增长

从而在使用DCF估值过程中可能导致约0.9亿元的EV偏差。

4、中国中小企业DCF估值中永续价值的准确性

由于DCF在进行一定年度(通常为5~7年)的FCF预测后,都会设定一个既定的企业永续价值进行企业价值的简单估算。由于进行估值的都是较好的企业,分析师的乐观情绪会阻止他们充分地下调预测,因此对于g的取值往往过高,在对增长型企业的估中,可能产生高达60%的估值溢价,因此永续价值的准确性值得怀疑。

永续价值的选择:

- 1、清算价值 (估值可能过低)
- 2、帐面价值 (GAAP下的帐面值,可能过保守)
- 3、有保证市盈率 ($EPS \times \text{合理PE}$, 通用等企业方可使用)
- 4、无增长永续价值 ($FCF/wacc$)
- 5、有增长永续价值($FCF/(wacc-g)$)

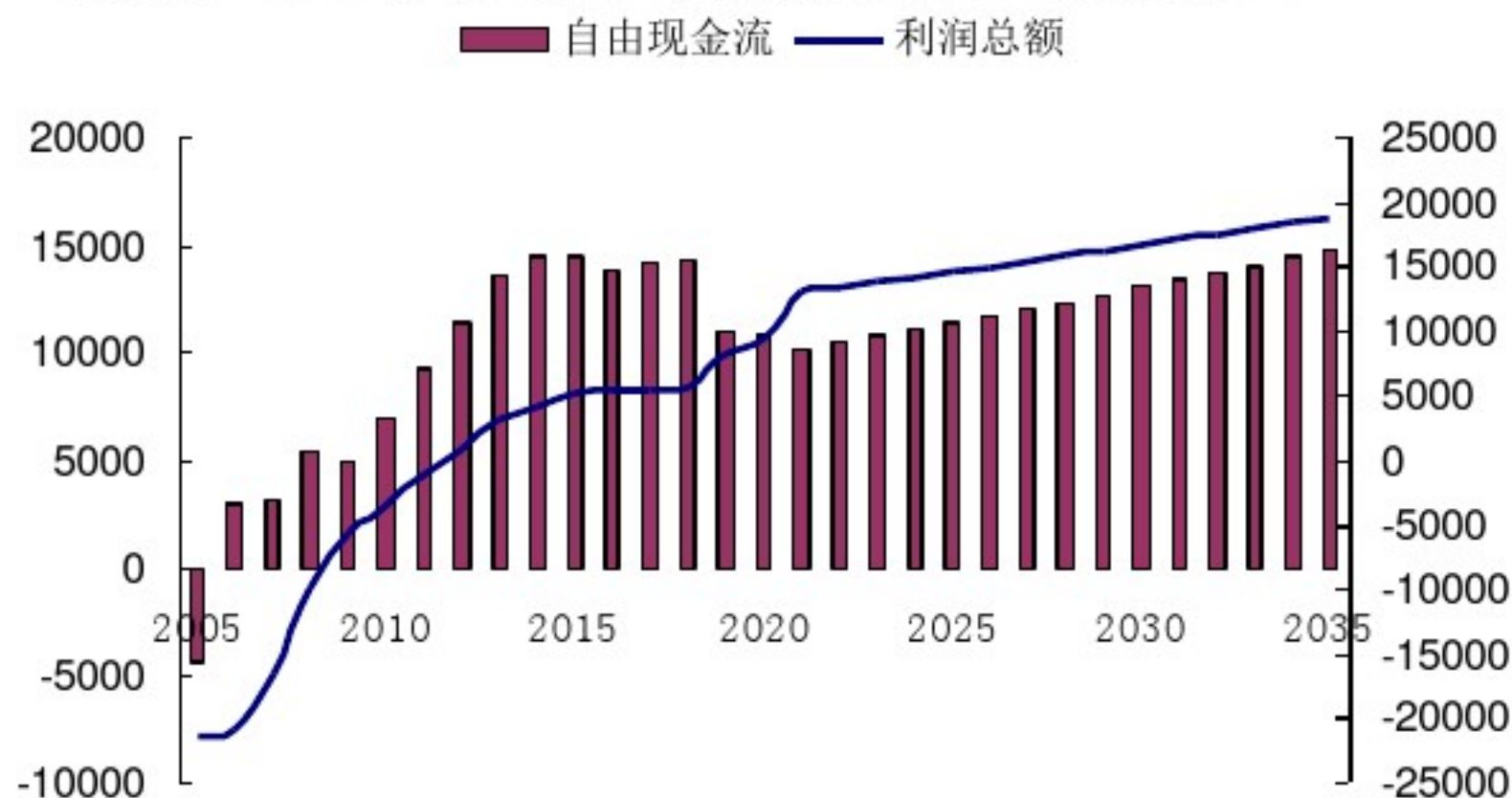
$$g = \text{社会平均经济增长率} + \text{预期通胀率}$$

消弱永续价值在估值中的作用

因此我们在部分案例中采用延长FCF预测年限的方法来弱化永续价值对企业估值的影响，通过进行30年的DCF折现从而忽略永续价值，哈燃气案例最终合资的认可价值为7.8亿人民币。

我们谨慎认为，永续价值在国外更多体现的是企业的内在价值，包括品牌等附加因素，在中国创业型企业估值过程中，应尽可能多预计现金流年限，降低永续价值对估值的影响。

哈燃气30年特许经营期内现金流估值



$$\text{EV(企业价值)} = 112870.39\text{万元}$$

整体而言，DCF方法中含有更多的预测人主观因素，在实际估值过程中，研究人员往往不自觉的由自己对企业的主观预期，来修正企业的初期DCF假设，使DCF的估值结果更接近研究员个人的预期值，因此：

DCF估值的方法论意义大于数量结果

二、服务性企业（弱周期性行业）的估值考虑

估值更多是时点意义上的企业估值，同一企业，在不同时点都有不同的估值结果。因此可比公司法在真实操作中更具实证意义。

这里，我们以商业企业北京美廉美为例，由于项目目标是IPO，因此估值方法选用了PE法。

公司估值 — 可比公司法

要素与定义

当年税后利润

- 一般用融资当年或下一年

类比公司

- 同行业公司
- 同地区公司
- 同股票市场公司
- 同类型指标公司

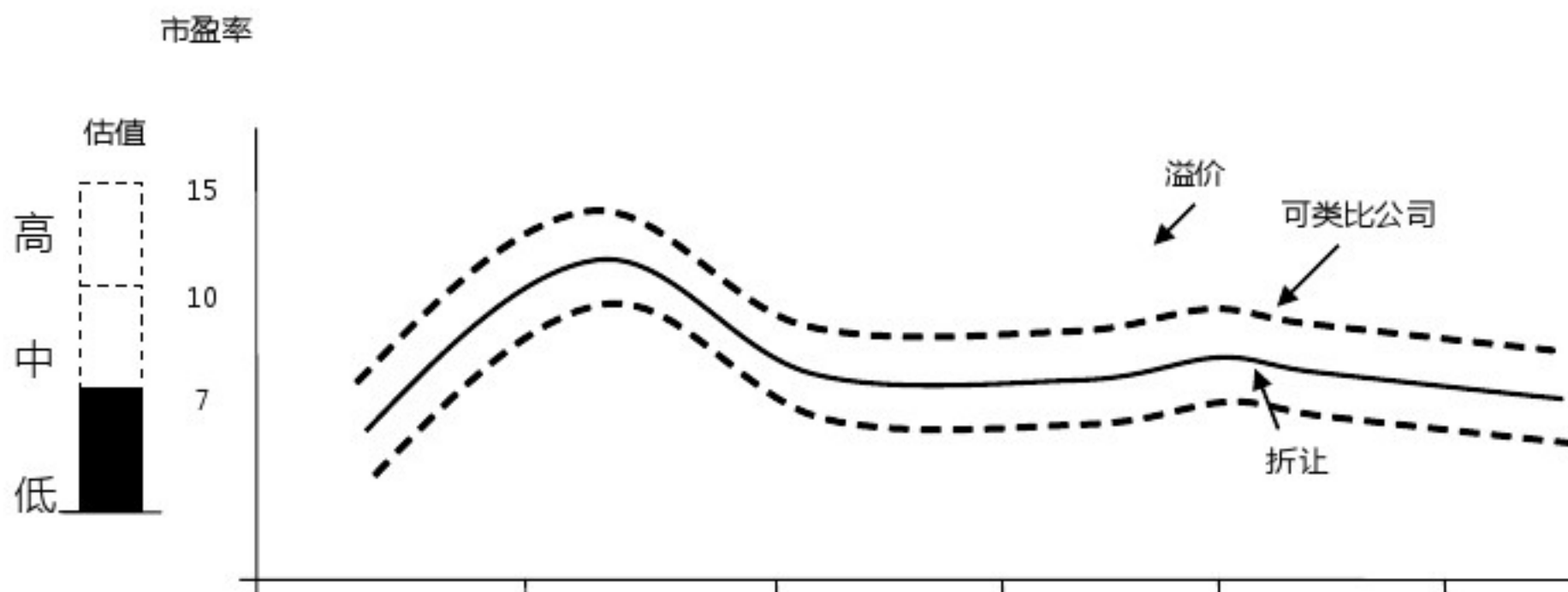
类比公司市盈率

- 盈利增长前景
- 风险抗衡能力
- 经营指标
- 财务指标

非上市公司折让

- 非上市公司风险系数

估值更多是时点意义上的企业估值，同一企业，在不同时点都有不同的估值结果。因此可比公司法在真实操作中更具实证意义。



分析比较

优点

- 大部份股市投资者习惯采用这种方法
- 能反映各公司的实际交易表现
- 容易明白的估值概念
- 适合较成熟企业的估值
- 为取得估值预估数据而涉及的工作量相对较少

缺点

- 为目标公司寻找真正可类比公司并不容易，因此，在很大程度上，选择较合适可类比公司会是一项主观的判断
- 公司价值可能会因短期性的市场活动或行业的周期性而受到一定的影响
- 由于修改净盈利收益较修改经营现金流容易，因此以市盈率为交易基础的可类比公司的估值更容易因不同的会计原则而受到影响

结论

- 最常用估值方法，尤其是亚洲公司

北京美廉美可比公司法案例

北京美廉美的基本情况

——大型连锁超市企业

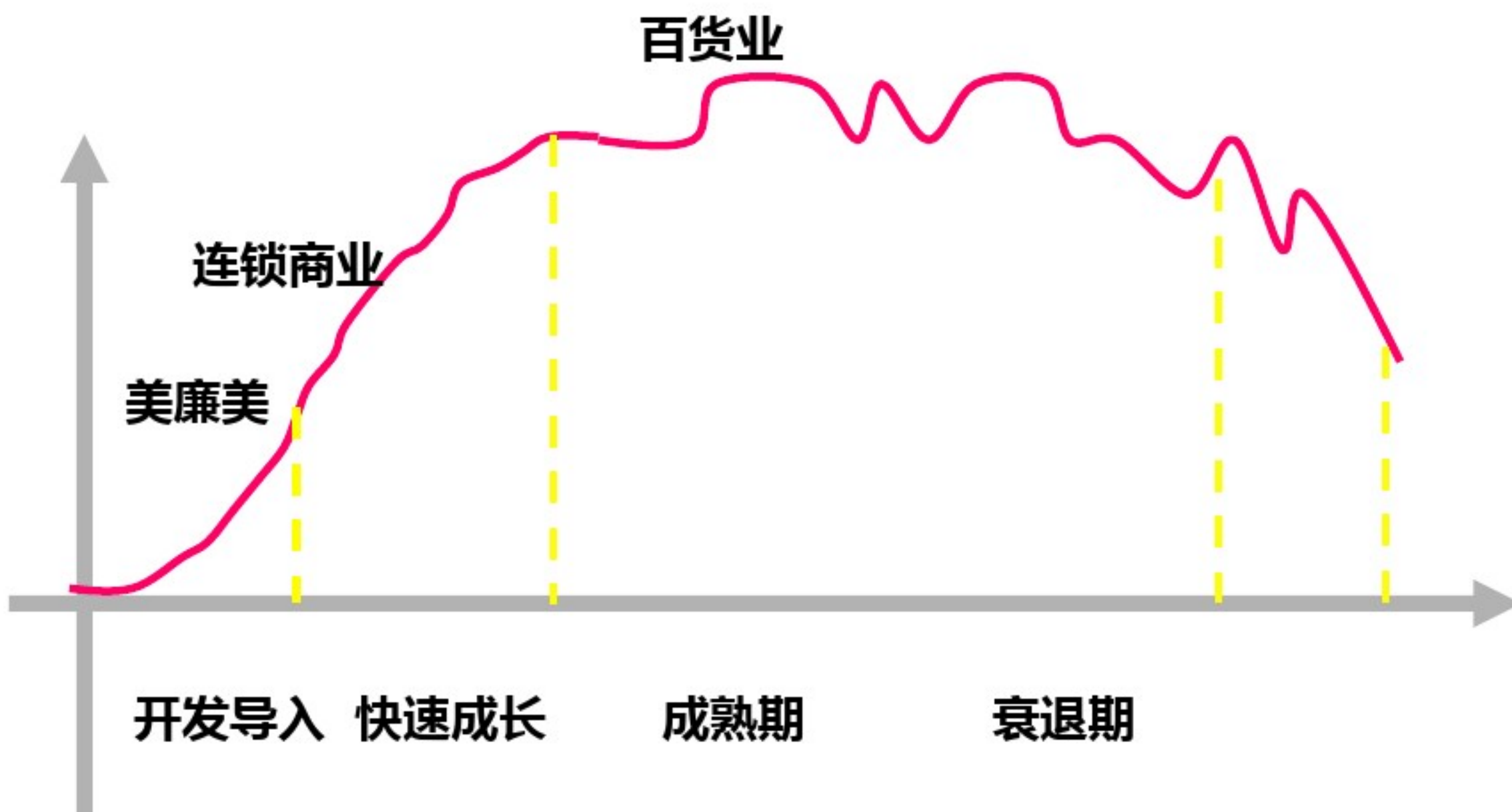


	2002年销售收入	目前状况
北京华联	10,300	A股上市
北京物美	5,067	香港创业板上市
北京京客隆	4,258	筹备香港创业板上市
北京超市发	3,900	已被物美收购
北京小白羊	1,390	
北京北辰	1,335	
华普超市	1,030	
北京美廉美	540	
北京顺天府	470	
北京家和通融	400	物美收购其50%股权

PS：截至2002年数据，单位(百万元人民币)

公司的投资价值—企业生命周期

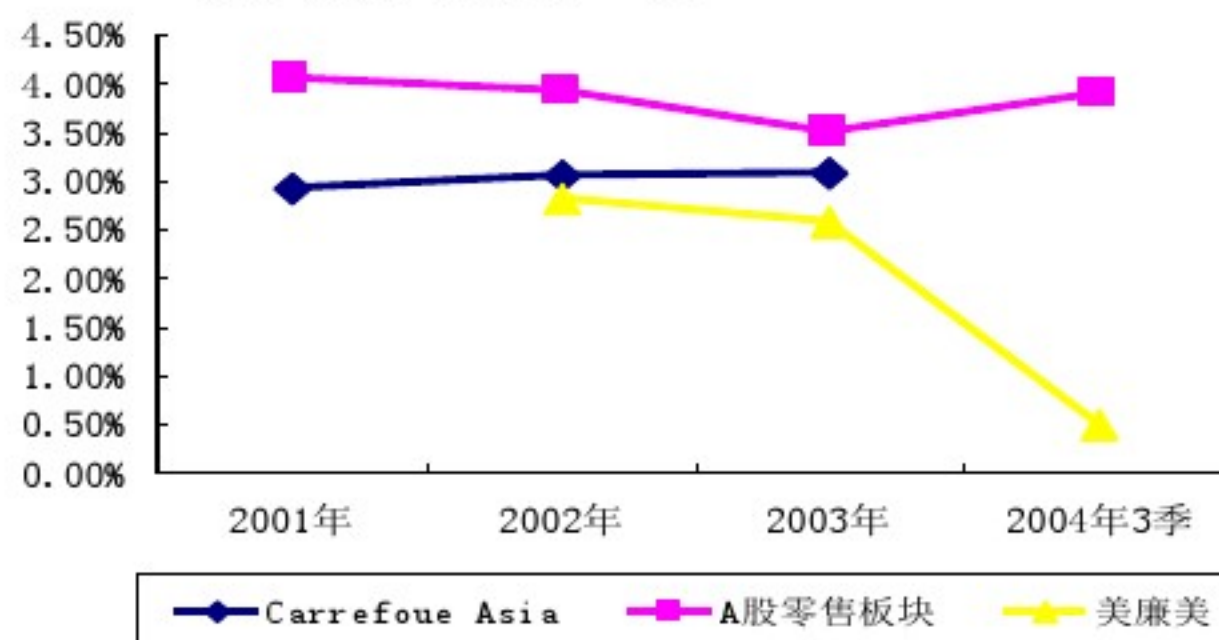
美廉美进入快速成长期，未来发展势头看好



息税前利润不高，企业盈利状况尚待改进

美廉美在财务指标上的表现并不令人满意，在行业内较为普遍的EBIT/销售收入比值指标分析中，2003年的数据明显低于A股平均值及北京地区的竞争者华联综超，这可能是由于企业仍处于超市连锁业发展初期或是在商品定价上的策略形成的

EBIT/销售收入指标对比



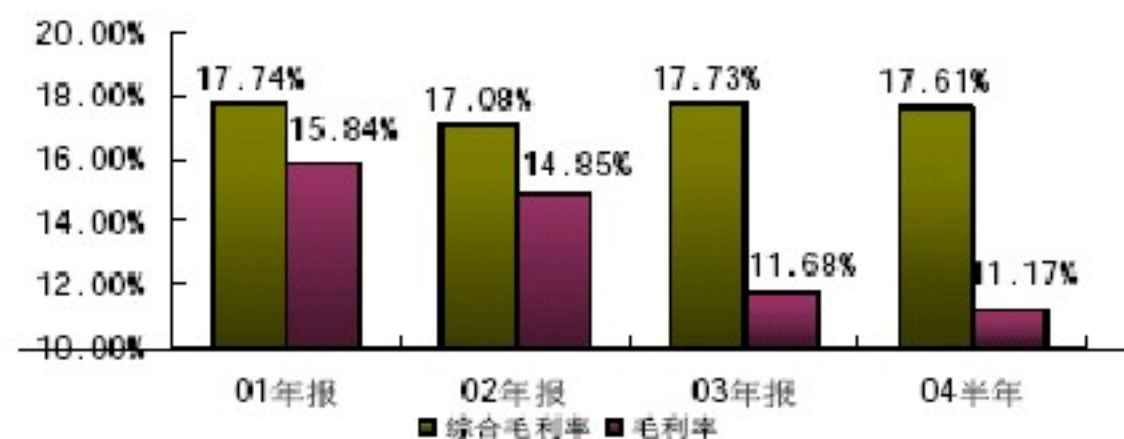
	2001	2002	2003	3Q2004
Carrefour Asia	2.93%	3.04%	3.08%	N/A
A股零售板块	4.06%	3.91%	3.50%	3.90%
华联综超	6.78%	4.07%	3.20%	3.20%
美廉美	N/A	2.81%	2.57%	0.50%

综合毛利对比，公司低于同业平均水准

虽然我们认为超市连锁企业的盈利结构应以产品销售毛利为主，但是其他业务收入的提升事实上也显示公司在针对上游供货商控制力度和运营策略上的管理能力，从右图表示，美廉美在综合毛利率上无法和同业相竞争

综合毛利率	2003年	2004年1~9月
物美	17.78%	16.44%
华联综超	16.68%	16.91%
美廉美	13.48%	13.33%

华联综超相对毛利情况



$$\text{综合毛利率} = 1 - \frac{\text{主营业务成本} + \text{其他业务支出}}{\text{主营业务收入} + \text{其他业务收入}}, \text{ 或}$$

$$\text{综合毛利率} = \frac{\text{毛利} + \text{其他业务利润}}{\text{主营业务收入} + \text{其他业务收入}}$$

长期资金/固定资产比率分析

长期资金/固定资产比值为衡量企业长期财务风险的指标，国内A股企业平均值在1.3，零售企业在1倍，而美廉美2003年末仅为0.41倍，表明企业对于突发性的财务风险抵御能力较低。

虽然企业正处于快速拓张期，“跑马圈地”也是超市连锁行业在初期阶段的决胜利器，但过快的固定资产投入也将对企业的财务管理带来潜在风险，同业中“华联综超”正在适度调低财务风险，建议美廉美也加强财务杠杆中长期借款的比重。

上市零售类公司平均值

	2001	2002	2003	3Q2004
资产负债率(%)	53.09	53.20	54.89	55.19
流动比率(倍)	0.83	0.83	0.82	0.84
长期资金/固定资产比率(倍)	1.03	1.03	0.97	1.00

$$\text{长期资金 / 固定资产比率} = \frac{\text{股东权益净额} + \text{长期负债}}{\text{固定资产合计}}$$

长期资金 /固定资产	2003年	2004年1 - 9月
物美	6.00	5.93
华联综超	0.78	0.80
美廉美	0.41	0.23

附注：1、物美由于2003年11月新上市，募集资金尚未投资或尚未转入固定资产，因此比值较高。

2、长期资金/固定资产比重 = (股东权益净额 + 长期负债)/固定资产合计

公司现金周转情况不佳

公司应付账款周转天数与行业均值基本一致，比较正常。

但现金周转天数仅为54天，远小于行业平均水平。虽然零售行业的特点要求较佳现金周转速度，但过低的现金周转天数指标反映公司现金持有量较低，存在经营性现金保有量偏低，存在短期偿付风险的可能性。

		2003	3Q2004
现金周转天数	A股零售板块均值	46	57
	华联综超	28	41
	美廉美	6	5
	A股零售板块均值	44	54
应付账款周转天数	华联综超	48	62
	美廉美	43	54

由于商业企业中有大量的融资样本可以参照，因此我们选用PE法

由于国内超市连锁企业都处于跑马圈地的上市阶段，因此在目前时点，同业企业的发行PE都可作为我们估值的评判标准。

北京地区连锁商业企业上市情况（万股）

	上市地	上市前股本	IPO发行股数	目前股本	
				法人股	流通股
华联综超	上海证券交易所	7,557	5,000	15,114	10,000
物美	香港创业板	17,844	7,648	17,844	10,556

	物美	华联综超
募集资金	5.47亿元港币	1.78亿元
发行PE	24倍	18.92 倍
募集资金投向	2.8亿元投在物美的零售网络，0.3亿元改善物美的运营、咨询及物流系统；0.18万元作为一般运营资金，其余作为推广”物美“品牌及员工培训费用	投资开设青海、南京、大连、广西、内蒙古5家华联超市有限公司；增开华联无锡店、兰州店、合肥店

海外市场挂牌公司的交易PE

本文中我们一直在强调估值意图实际上是一种时点估值

当前市场价格下的市场认可价值才是一个企业的真实内在价值水平

海外上超市企业PE情况

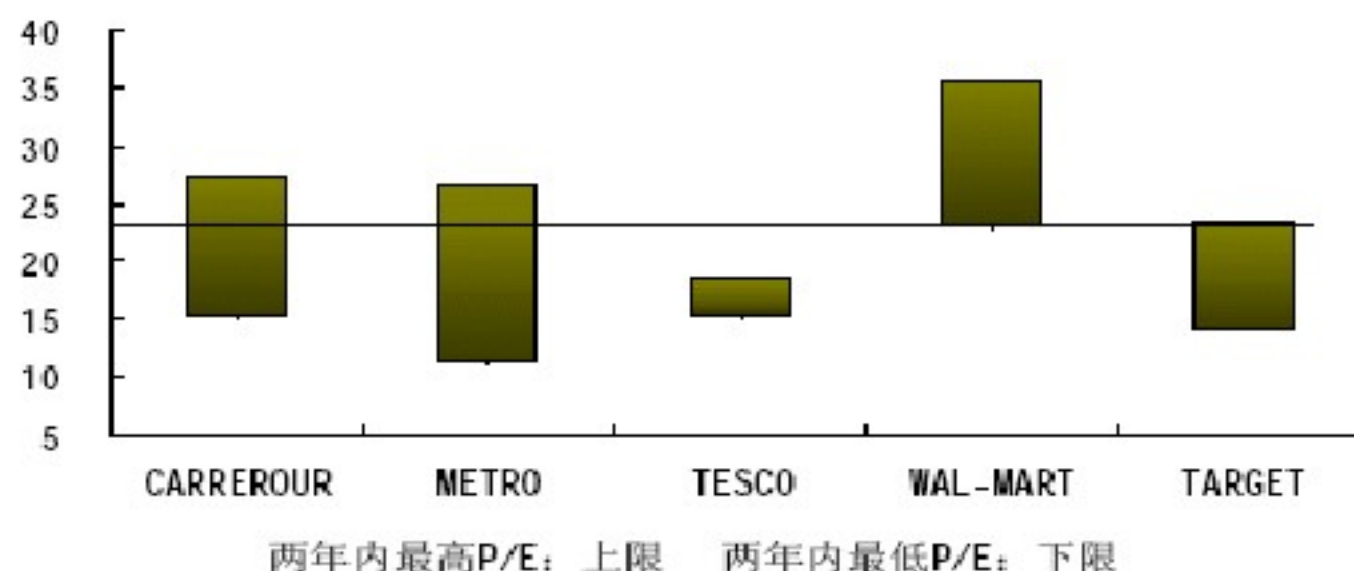
类型	名称	代码	股价 (050925-27)	2004A	2005E	2006E	2007E	04—07 复合 增长率	04 年净资产 收益率	2005 年动态 P/ E
国际超市	WALMART	WMT US	43.11	2.41	2.66	3.04	3.43	12.48%	20.79%	16.21
	CARREFOUR	CA FP	37.58	2.72	2.89	3.12	3.33	6.98%	18.12%	13.00
	TARGET	TGT US	52.68	2.07	2.58	2.99	3.5	19.13%	14.48%	20.42
	TESCO	TSCO LN	317.75	18.3	20.9	23	25.8	12.13%	15.08%	15.20
香港超市	联华超市	980 HK	9.00	0.36	0.43	0.53	0.64	21.14%	12.47%	20.93
	物美超市	8277 HK	15.15	0.39	0.56	0.74	0.97	35.49%	9.25%	27.05
美国、香港	BestBuy	BBY US	43.66	1.96	2.22	2.55	3.08	16.26%	20.99%	19.67
	CircuitCity	CC US	16.20	0.31	0.6	0.8	1.09	52.06%	2.95%	27.00
	国美电器	493 HK	4.58	0.22	0.32	0.35	0.36	17.84%	42.68%	14.31
美国百货	西尔斯控股	SHLD US	121.55	5.05	6.25	7.95	9.31	22.62%	——	19.45
	彭尼	JCP US	47.84	2.31	3.21	3.76	4.53	25.17%	10.79%	14.90
	联邦	FD US	65.93	3.86	4.86	5.28	5.9	15.19%	11.17%	13.57
	五月	MAY US	39.75	1.74	1.89	1.8	2.09	6.30%	11.71%	21.03
	迪拉德	DDS US	21.01	1.41	0.71	0.89	1.03	-9.94%	5.06%	29.59

资料来源: BLOOMBERG, FIRST CALL, 公司年报整理, 其中五月百货股价为 8 月 29 日。

美廉美合理IPO市盈率为20倍

由于国际估值给予连锁企业平均市盈率为23倍，而国内连锁企业的平均水平为25倍，虽然美廉美在财务指标横向比较上并不优秀，但在通路为王的今天。我们认为给予连锁超市特别是处于增长期的大型综超20倍的市盈率是较为合理的。

国际超市连锁企业平均PE



该项目2005年TESCO的收购报价为22倍PE

该项目最终被华润获得

估值的目的

- 争取最佳的价格和最优的条款

“投资者对公平价值毫无兴趣，
他们要的就是不公平的价值”

“根本没有价值这回事，只有价格”



个人见解
偏颇之处
敬请原谅

顾健

