

上市公司投资价值分析方法介绍

◎上海证券交易所投资者教育中心

从长期来看，一家上市公司的投资价值归根结底是由其基本场所决定的。影响投资价值的因素既包括公司净资产、盈利水平等内部因素，也包括宏观经济、行业发展、市场情况等各种外部因素。在分析一家上市公司的投资价值时，应该从宏观经济、行业状况和公司情况三个方面着手，才能对上市公司有一个全面的认识。

一、宏观经济分析

<1>宏观经济运行分析

证券市场历来被看作“国民经济的晴雨表”，是宏观经济的先行指标；宏观经济的走向决定了证券市场的长期趋势。只有把握好宏观经济发展的大方向，才能较为准确的把握证券市场的总体变动趋势、判断整个证券市场的投资价值。宏观经济状况良好，大部分的上市公司经营业绩表现会比较优良，股价也相应会有上涨的动力。

为了把握国内宏观经济的发展趋势，投资者有必要对一些重要的宏观经济运行变量给予关注。

A.国内生产总值 GDP

国内生产总值是一国（或地区）经济总体状况的综合反映，是衡量宏观经济发展状况的主要指标。通常而言，持续、稳定、快速的GDP增长表明经济总体发展良好，上市公司也有更多的机会获得优良的经营业绩；如果GDP增长缓慢甚至负增长，宏观经济处于低迷状态，大多数上市公司的盈利状况也难以有好的表现。我国经济稳定快速增长，2006年GDP同比增长10.7%；07年一季度GDP同比增长率达到了11.1%。近一两年来，上市公司业绩的快速增长正是处于宏观经济持续向好、工业企业效益整体提升大背景下的增长，中国经济的快速增长为上市公司创造了良好的外部环境。

B.通货膨胀

通货膨胀是指商品和劳务的货币价格持续普遍上涨。通常，CPI（即居民消费价格指数）被用作衡量通货膨胀水平的重要指标。温和的、稳定的通货膨胀对上市公司的股价影响较小；如果通货膨胀在一定的可容忍范围内持续，且经济处于景气阶段，产量和就业都持续增长，那么股价也将持续上升；严重的通货膨胀则很危险，经济将被严重扭曲，货币加速贬值，企业经营将受到严重打击。除了经济影响，通货膨胀还可能影响投资者的心理和预期，对证券市场产生影响。CPI也往往作为政府动用货币政策工具的重要观测指标，今年以来我国CPI高位运行，因此在每月CPI数据公布前后，市场也普遍预期政府将会采取加息等措施来抑制通货膨胀，引发了股市波动。

C.利率

利率对于上市公司的影响主要表现在两个方面：第一，利率是资金借贷成本的反映，利率变动会影响到整个社会的投资水平和消费水平，间接地也影响到上市公司的经营业绩。利率上升，公司的借贷成本增加，对经营业绩通常会有负面影响。第二，在评估上市公司价值时，经常使用的一种方法是采用利率作为折现因子对其未来现金流进行折现，利率发生变动，未来现金流的现值会受到比较大的影响。利率上升，未来现金流现值下降，股票价格也会发生下跌。

D.汇率

通常，汇率变动会影响一国进出口产品的价格。当本币贬值时，出口商品和服务在国际市场上以外币表示的价格就会降低，有利于促进本国商品和服务的出口，因此本币贬值时出口导向型公司经营状况向好；进口商品以本币表示的价格将会上升，本国进口趋于减少，成本对汇率敏感的企业将会受到负面影响。当本币升值，出口商品和服务以外币表示的价格上升，国际竞争力相应降低，一国的出口会受到负面影响；进口商品相对便宜，较多采用进口原材料进行生产的企业成本降低，盈利水平提升。

目前，人民币正处于渐进的升值进程中，出口导向型公司特别是议价能力弱的公司盈利前景趋于黯淡，亟待产业升级，提高利润率和产品的国际竞争力；需要进口原材料或者部分生产部件的企业，因其生产成本会有一定程度的下降而受益；国内的投资品行业能够享受升值收益也会受到资金的追捧。人民币小幅升值，房地产、金融、航空等行业将直接受益，而对纺织服装、家电、化工等传统出口导向型行业而言则带来负面影响。

<2>宏观经济政策分析

在市场经济条件下，国家用以调控经济的财政政策和货币政策将会影响到经济增长的速度和企业经济效益，进而对证券市场产生影响。

A.财政政策

财政政策的手段主要包括国家预算、税收、国债、财政补贴、财政管理体制和转移支付制度等。其种类包括扩张性财政政策、紧缩性财政政策和中性财政政策。

具体而言，实施积极财政政策对于上市公司的影响主要有以下几个方面：

——**减少税收，降低税率，扩大减免税范围。**这将会直接增加微观经济主体的收入，促进消费和投资需求，从而促进国内经济的发展，改善公司的经营业绩，进而推动股价的上涨。

——**扩大财政支出，加大财政赤字。**这将会直接扩大对商品和劳务的总需求，刺激企业增加投资，提高产出水平，改善经营业绩；同时还可以增加居民收入，使其投资和消费能力增强，进一步促进国内经济发展，此时上市公司的股价也趋于上涨。

——**减少国债发行（或回购部分短期国债）。**国债发行规模缩减，使市场供给量减少，将导致更多的资金转向股票，推动上市公司股价的上涨。

——**增加财政补贴。**财政补贴往往使财政支出扩大，扩大社会总需求、刺激供给增加，从而改善企业经营业绩，推动股价上扬。

实施扩张性财政政策有利于扩大社会的总需求，将刺激经济发展，而实施紧缩性财政政策则在于调控经济过热，对上市公司及其股价的影响与扩张性财政政策所产生的效果相反。

B.货币政策

货币政策是政府为实现一定的宏观经济目标所制定的关于货币供应和货币流通组织管理的基本方针和基本准则。其调控作用主要表现在：通过调控货币供应总量保持社会总供给与总需求的平衡；通过调控利率和货币总量控制通货膨胀；

调节国民收入中消费与储蓄的比例；引导储蓄向投资的转化并实现资源的合理配置。

货币政策的工具可以分为一般性政策工具（包括法定存款准备金率、再贴现政策、公开市场业务）和选择性政策工具（包括直接信用控制、间接信用指导等）。如果市场物价上涨、需求过度、经济过度繁荣，被认为是社会总需求大于总供给，中央银行就会采取紧缩货币的政策以减小需求。反之，央行将采用宽松的货币政策手段以增加需求。

——**法定存款准备金政策。**央行通过调整商业银行上缴的存款准备金率，改变货币乘数，控制商业银行的信用创造能力，最终影响市场的货币供应量。如果央行提高存款准备金率，将使货币供应量减少，市场利率上升，投资和消费需求减少，对公司经营产生负面影响，公司股价将趋于下跌。

——**再贴现政策。**再贴现政策指央行对商业银行用持有的未到期票据向央行融资所作的政策规定，一般包括再贴现率的确定和再贴现的资格条件。当经济过热时，中央银行倾向于提高再贴现率或对再贴现资格加以严格审查，导致商业银行资金成本增加，市场贴现利率上升，社会信用收缩，市场货币供应量相应减少，证券市场上市公司的股价走势趋于下跌。

——**公开市场业务政策。**当政府倾向于实施较为宽松的货币政策时，央行将会大量购进有价证券，使货币供应量增加，推动利率下调，资金成本降低，从而刺激企业和个人的投资和消费需求，使得生产扩张，公司利润增加，进而推动证券市场公司股价上涨。

近年来，我国一直坚持实施稳健的财政政策和货币政策，维持经济持续稳定发展，防止出现“大起大落”。近期召开的国务院常务会议提出，当前要继续坚持实施稳健的财政政策和货币政策，货币政策要稳中适度从紧。流动性过剩问题已经成为当前我国经济运行中的突出矛盾，“稳中适度从紧”货币政策的提出在于要努力缓解流动性过剩矛盾。

二、行业分析

由于所处行业不同，上市公司的投资价值会存在较大的差异。进行行业分析，我们需要关注的是：行业本身所处发展阶段及其在国民经济中的地位；影响行业发展的各种因素及其对行业影响的力度；行业未来发展趋势；行业的投资价值及投资风险。

<1>行业与经济周期

宏观经济的运行呈现周期性特点，一个经济周期包括繁荣、衰退、萧条、复苏四个阶段。由于不同行业对于经济周期的敏感性不同，其业绩可能会出现比较大的差异。根据行业与经济周期变动关系，可将行业分为增长型行业、周期型行业和防守型行业。增长型行业的运动状态与经济活动总水平的周期及其振幅无关，主要依靠技术的进步、新产品推出及更优质的服务实现增长，如高科技行业；周期型行业的运动状态直接与经济周期相关，如钢铁业、耐用用品及高档消费品行业；防守型行业的产品需求相对稳定，受经济周期的影响小，如食品业和公用事业。

<2>行业生命周期

通常，行业的生命周期分为幼稚期、成长期、成熟期和衰退期。一般而言，处于幼稚期的公司比较适合投机者和创业投资者；处于成长期的行业，其增长具有明确性，投资者分享行业成长、获取较高投资回报的可能性比较大。

根据行业与宏观经济周期的关系以及行业自身生命周期的特点，投资者应该选择那些对于经济周期敏感度不高的增长型行业和在生命期中处于成长期和成熟期的行业。

此外，一个行业的兴衰还会受到技术进步、产业政策、产业组织创新、社会习惯的改变和经济全球化等因素的影响。行业内部的竞争结构也决定了竞争的激烈程度，根据哈佛大学教授迈克尔·波特所提出的波特五力模型，行业内现有的竞争、潜在进入者的威胁、替代品的威胁、买方讨价还价的能力和供应方讨价还价的能力这五种基本竞争力量决定了行业竞争的激烈程度以及收益率水平。

三、公司分析

对于上市公司投资价值的把握，具体还是要落实到公司自身的经营状况与发展前景。投资者需要了解公司在行业中的地位、所占市场份额、财务状况、未来成长性等方面做出自己的投资决策。

<1>公司基本面分析

A.公司行业地位分析

在行业中的综合排序以及产品的市场占有率决定了公司在行业中的竞争地位。行业中的优势企业由于处于领导地位，对产品价格有很强的影响力，从而拥有高于行业平均水平的盈利能力。

B.公司经济区位分析

经济区位内的自然和基础条件包括矿业资源、水资源、能源、交通等等，如果上市公司所从事的行业与当地的自然和基础条件相符合，更利于促进其发展。区位内政府的产业政策对于上市公司的发展也至关重要，当地政府根据经济发展战略规划，会对区内优先发展和扶植的产业给予相应的财政、信贷及税收等方面的优惠措施，相关产业内的上市公司得到政策支持力度较其他产业大，有利于公司进一步的发展。

C.公司产品分析

提供的产品或服务是公司盈利的来源。产品竞争能力、市场份额、品牌战略等的不同，通常对其盈利能力产生比较大的影响。一般而言，公司的产品在成本、技术、质量方面具有相对优势，更有可能获取高于行业平均盈利水平的超额利润；产品市场占有率越高，公司的实力越强，其盈利水平也越稳定；品牌已成为产品质量、性能、可靠性等方面的综合体现，拥有品牌优势的公司产品往往能获取相应的品牌溢价，盈利能力也高于那些品牌优势不突出的产品。分析预测公司主要产品的市场前景和盈利水平趋势，也能够帮助投资者更好的预测公司未来的成长性和盈利能力。

D.公司经营战略与管理层

公司的经营战略是对公司经营范围、成长方向、速度以及竞争对策等的长期规划，直接关系到公司未来的发展和成长。管理层的素质与能力对于公司的发展也起着关键性作用，卓越的管理者能够带领公司不断进取发展。

投资者要寻找的优秀公司，必然拥有可长期持续的竞争优势，具有良好的长期发展前景。这也正是最著名的投资家巴

菲特所确定的选股原则。以巴菲特投资可口可乐公司股票为例，他所看重的是软饮料产业发展的美好前景、可口可乐的品牌价值、长期稳定并能够持续增长的业务、产品的高盈利能力以及领导公司的天才经理人。1988年至2004年十七年间，可口可乐公司股票为巴菲特带来541%的投资收益率。

<2>公司财务分析

公司财务分析是公司分析中最为重要的一环，一家公司的财务报表是其一段时间生产经营活动的一个缩影，是投资者了解公司经营状况和对未来发展趋势进行预测的重要依据。上市公司公布的财务报表主要包括资产负债表、利润表和现金流量表。资产负债表反映的是公司在某一特定时点（通常为季末或年末）的财务状况，反映了该时点公司资产、负债和股东权益三者之间的情况；利润表反映的是公司在一定时期的生产经营成果，反映了公司利润的各个组成部分；现金流量表则反映公司一定时期内现金的流入流出情况，表明公司获取现金和现金等价物的能力。我们通常采用财务比率分析，用公司财务报表列示的项目之间的关系揭示公司目前的经营状况。

A.偿债能力分析

——流动比率

流动比率 = 流动资产 / 流动负债
流动比率反映的是公司短期偿债能力，公司流动资产越多，流动负债越少，公司的短期偿债能力越强。一般认为，流动比率应该大于2；但对数值并不能解释所有的问题，在运用这项指标的时候，应该将公司的流动比率与行业平均水平、本公司近年来的流动比率进行比较。

——速动比率

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债
速动比率与流动比率一样，同样反映的公司短期偿债能力；不同的是在计算时，将存货从流动资产中进行了扣除，因为在流动资产中存货的变现能力最差。一般认为，速动比率应该大于1；同流动比率的运用一样，需要将其与行业平均水平、本公司历史水平进行比较，以分析变动趋势。

——资产负债率

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额 *100%
资产负债率反映的是公司长期偿债能力，表示在公司总资产中借贷资金所占的比例。资产负债率较低，说明公司长期偿债能力较高，财务风险相对较低。不过，资产负债率过低也会使公司不能充分利用财务杠杆，影响到盈利能力。一般认为资产负债率在50%较为合理，但这也并非定式，不同行业的公司资产负债率通常也不太一样。

——利息保障倍数

利息保障倍数 = 息税前利润 / 利息费用
利息保障倍数反映的是每一元利息所能得到的公司盈利保障的倍数，也是用于判断公司长期偿债能力的指标。利息保障倍数越高，公司支付利息的能力越强。一般认为，利息保障倍数应该大于2，但钢铁业、耐用用品及高档消费品行业、防守型行业的产品需求相对稳定，受经济周期的影响小，如食品业和公用事业。

B.营运能力分析

——存货周转率

存货周转率 = 主营业务成本 / 平均存货
其中：平均存货 = (期初存货 + 期末存货) / 2
存货在流动资产中所占比重较大，其流动性对公司的流动比率有很大的影响。存货周转率用于衡量存货的变现能力强弱。一般而言，存货周转率越大，存货周转速度越快，存货的占用水平越低，变现能力越强。不同行业的存货周转率会有不同的表现，在运用此指标时也应该同行业平均水平、公司历史水平进行比较。

——应收账款周转率

应收账款周转率 = 主营业务收入 / 平均应收账款
其中：平均应收账款 = (期初应收账款 + 期末应收账款) / 2
应收账款周转率反映的是年度内应收账款转为现金的平均次数，用以衡量公司应收账款的变现能力。一般而言，应收账款周转率越高，公司应收账款的回回越快。

——总资产周转率

总资产周转率 = 主营业务收入 / 平均资产总额
其中：平均资产总额 = (期初资产总额 + 期末资产总额) / 2
总资产周转率反映公司资产总额的周转速度，周转越快，公司销售能力越强。公司如果采用薄利多销的策略，资产周转率会比较高；如果公司主要依靠单位产品的边际利润来创造收益，资产周转率相对就较低。

C.盈利能力分析

——主营业务毛利率

主营业务毛利率 = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 *100%
主营业务毛利率表示每一元的主营业务收入扣除主营业务成本后所带来的利润额。可以通过与行业平均毛利率的比较，一定程度揭示公司的成本控制及定价策略。

——主营业务净利率

主营业务净利率 = 净利润 / 主营业务收入 *100%
主营业务净利率表示每一元主营业务收入所带来的净利润，反映了公司主营业务收入的收益水平。一般而言，净利率越高，公司的盈利能力越强。

——资产收益率(ROA)

资产收益率 = 净利润 / 平均资产总额 *100%
其中：平均资产总额 = (期初资产总额 + 期末资产总额) / 2
资产收益率反映公司资产的综合利用效率，比率越高，表明公司资产的利用效率越高，利用资产获利的能力越强。

——净资产收益率(ROE)

净资产收益率 = 净利润 / 年末净资产 *100%
净资产收益率反映公司所有者权益的投资报酬率，是在考虑了负债经营因素后的资本回报率。

通过财务分析，不仅可以帮助投资者更好的了解上市公司的经营状况，还有助于发现上市公司经营中存在的问题或者识别虚假会计信息。在蓝田股份案例分析中，刘姝威教授就运用财务分析方法揭露了蓝田股份提供虚假会计报表的真相：2000年蓝田股份流动比率和速动比率分别是0.77和0.35，说明蓝田股份短期可转换成现金的流动资产不足以偿还到期流动负债，扣除存货后仅能偿还35%的到期流动负债；其流动比率和速动比率分别低于同业平均水平大约5倍和11倍，短期偿债能力最低。且从1997年至2000年蓝田股份的固定资产周转率和流动比率逐年下降，到2000年二者均小于1，其偿还短期债务能力越来越弱。再

结合公司销售收入、现金流量、资产结构的分析（在此不一赘述），刘姝威教授得出蓝田股份的偿债能力越来越恶化，扣除各项成本和费用后，公司没有净收入来源；不能创造足够的现金流量以维持正常经营活动和保证按时偿还银行贷款的本金和利息。

<3>公司估值方法

进行公司估值的逻辑在于“价值决定价格”。上市公司估值方法通常分为两类：一类是相对估值方法（如市盈率估值法、市净率估值法、EV/EBITDA估值法等）；另一类是绝对估值方法（如股利折现模型估值、自由现金流折现模型估值等）。

A.相对估值方法

相对估值法简单易懂，也是最为投资者广泛使用的估值方法。在相对估值方法中，常用的指标有市盈率（PE）、市净率（PB）、EV/EBITDA倍数等，它们的计算公式分别如下：

市盈率 = 每股价格 / 每股收益
市净率 = 每股价格 / 每股净资产
EV/EBITDA = 企业价值 / 息税、折旧、摊销前利润
（其中：企业价值为公司股票总市值与有息债务价值之和减去现金及短期投资）

运用相对估值方法所得出的倍数，用于比较不同行业之间、行业内不同公司之间的相对估值水平；不同行业公司的指标值并不能做直接比较，其差异可能会很大。相对估值法反映的是，公司股票目前的价格是处于相对较高还是相对较低的水平。通过行业内不同公司的比较，可以找出在市场上相对低估的公司。但这也并不绝对，如市场赋予公司较高的市盈率说明市场对公司的增长前景较为看好，愿意给予行业内的优势公司一定的溢价。因此采用相对估值指标对公司价值进行分析时，需要结合宏观经济、行业发展与公司基本面的情况，具体公司具体分析。

与绝对估值法相比，相对估值法的优点在于比较简单，易于被普通投资者掌握，同时也揭示了市场对于公司价值的评价。但是，在市场出现较大波动时，市盈率、市净率的变动幅度也比较大，有可能对公司的价值评估产生误导。

B.绝对估值方法

股利折现模型和自由现金流折现模型采用了收入的资本化定价法，通过预测公司未来的股利或者未来的自由现金流，然后将其折现得到公司股票的内在于价值。

股利折现模型最一般的形式如下：

$$V = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1-k)^2} + \frac{D_3}{(1-k)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1-k)^n}$$

其中，V代表股票的内在价值，D1代表第一年末可获得的股利，D2代表第二年末可获得的股利，以此类推……，k代表资本回报率/贴现率。

如果将Dt定义为代表自由现金流，股利折现模型就变成了自由现金流折现模型。自由现金流是指公司税后经营现金流扣除当年追加的投资金额后所剩余的资金。

与相对估值法相比，绝对估值法的优点在于能够较为精确的揭示公司股票的内在价值，但是如何正确的选择参数则比较困难。未来股利、现金流的预测偏差、贴现率的选择偏差，都有可能影响到估值的精确性。

<4>新情况带来的新问题

自2006年以来，上市公司的业绩出现快速增长，证券市场也随之走强。上市公司业绩高速增长的原因，主要是上市公司分享中国经济高速增长成果，在产业升级、消费升级、出口增长的拉动下，企业效益、管理水平等方面都有了明显的提高。但一些非可持续性因素也对上市公司业绩产生了推动作用，如新会计准则的实施导致上市公司会计核算方式发生变化，造成会计利润的波动，在当前经济环境下对其业绩产生正面影响；投资收益的大幅增加助推上市公司业绩高速增长。

A.新会计准则的影响

在新会计准则的影响方面，对于金融资产和投资性房地产的划分核算最为证券市场所关注。以上市公司持有的法人股为例，在股权分置改革前主要以账面价值（历史成本法）计量，限售期结束后获准上市流通的法人股将以公允价值——二级市场价格计量。目前相关股份的二级市场价格普遍高于其账面价值，会计准则的调整将使持有法人股权的上市公司所有者权益大幅增加，且在未来出售相关股份时还将给公司带来当期收益的大幅增加。

按照新会计准则，投资性房地产的计量可以采用成本模式或公允价值模式两种模式中的一种，一旦确定不得随意更改。从原有成本模式转为公允价值模式的，公允价值与原账面价值的差额调整留存收益；采用公允价值计量的，不计提折旧或摊销，以资产负债表日其公允价值调整账面价值，公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益。若采用公允价值模式计量，拥有较多投资性房地产的上市公司业绩将更多的受到房地产价格波动的冲击。

新会计准则的采用并不会从本质上改变一个公司的价值，在市盈率、市净率等相对估值法盛行的情况下，由于会计准则的调整可能会带来公司每股收益、每股净资产等指标的波动，从而影响我们对其价值的判断，但是这种会计处理上的变化并不会影响公司的现金流，若采用绝对估值法评估，则公司的价值并不会发生改变。

B.投资收益的影响

目前，在利润表各构成部分中，部分上市公司的投资收益大幅增加，也直接推动了上市公司净利润的增幅超越主营业务收入增幅。投资收益的增长主要源于以下几个方面：第一，实体经济的投资收益上升——经济持续增长背景下的企业效益提升给上市公司带来实体经济投资的收益不断增加；第二，股权投资的虚拟资产增值——资本市场行情火爆，上市公司投资股票、基金的投资收益大幅提高以及上市公司交叉持股带来的投资收益大增；第三，会计核算的计量增长——如实施新会计准则后，允许上市公司对原持有的法人股在禁售期后按照公允价值计量，根据以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产或可供出售金融资产划分，在当期或出售时将公允价值与账面价值的差额计入损益。

投资者在进行上市公司投资价值分析时，需要结合宏观、行业和上市公司财务状况、市场估值水平等各类信息，同时区别影响上市公司股价的主要因素与次要因素、可持续因素和不可持续因素，对上市公司作出客观、理性的价值评估。

（感谢上海证券公司研发中心对本文的贡献）