

公司财务

主讲人：韩翊， Frank Han
美国特许金融分析师 CFA®

自我介绍

- 姓名：Frank Han, 韩翊
- 美国“特许金融分析师（CFA®）”投资执照持有人
- 加拿大多伦多York大学商学院（2003年福布斯杂志商学院排名世界第六位），MBA
- 美国Goldey-Beacom 大学，学士
- 先后就职于：美国、加拿大、中国的基金管理公司、证券公司、大型跨国集团等。

自我介绍

- 多年来先后在清华大学、北京中美商学院、北京中加商学院、劳动管理学院等高等院校担任MBA、总裁培训班、CFA考前培训班、金融投资高级研修班等各类培训项目的主讲教授
- 中、英文流利，曾经多次接受中央电视台、北京电视台、上海卫视、21世纪经济报道、China Daily等金融证券媒体的采访并多次参加中央电视台和其他地方电视台的栏目合作等
- 联系方式：
  - 邮箱：yhan6688@sina.com or yhan6688@yahoo.com
  - 手机：

金融管理概况

作个优秀的财务总监

什么是金融？

- 金融：
- 金融的两个主要方面：



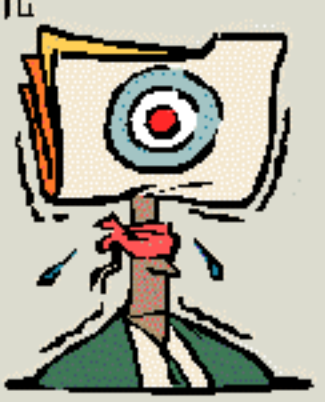
金融管理的主要功能

- 制定投资决策
- 制定融资决策
- 制定股利决策
- 流动资金管理



金融管理的目标

- 使股东财富最大化
- 使公司股价最大化
- 回报的时机性—重新投资的假设
- 现金流—税后收益不是现金流
- 风险

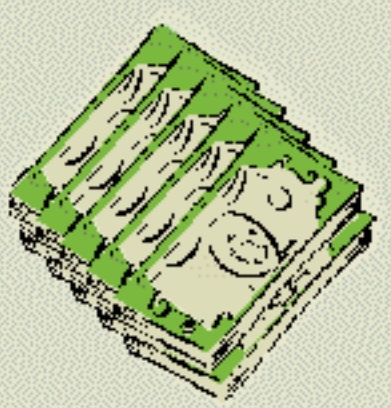


主要学习内容

- 如何计算资金成本
- 如何制定长期的投资决策
- 如何平衡企业不同的融资途径
- 企业并购与企业估值
- 如何制定企业的分红政策
- 企业流动资本管理
- 国际金融

货币的时间价值

- 意义：制定金融决策的基础
- 终值：货币在将来某一时间的价值
- 现值：终值被某一息率折价而得出的数值—将来价值的现在价值
- 复利：利息的利息
- 本金：利息数额的依据
- 计算



公式

- $FV=PV(1+i)^n$；$PV=FV/(1+i)^n$
- FV:货币的将来价值
- PV:货币的现今价值
- i:息率
- n:时间段—一般以“年”计

代理人问题

- 代理人关系：
  - CEO与股东：公司利益 vs. 管理层利益
  - CEO与债权人：高回报 vs. 高风险
- 股东解决方案：
- 债权人解决方案：



资金成本

如何测算折现率

资金成本的概念

- 折现率：
- 资金成本：
- 资金的加权平均成本：资金来源于多种渠道；WACC应立足于长期的资本结构。

企业资金的来源

- 借债：避税功能；破产风险
- 优先股权：更接近于债权
- 自有资金（内部股权）：节省发行费用
- 发行股票（外部股权）：成本大于自有资金



风险和融资成本

- 风险：
- 可分散型风险（公司风险、非系统性风险）
- 不可分散型风险(市场风险、系统性风险)



风险和融资成本

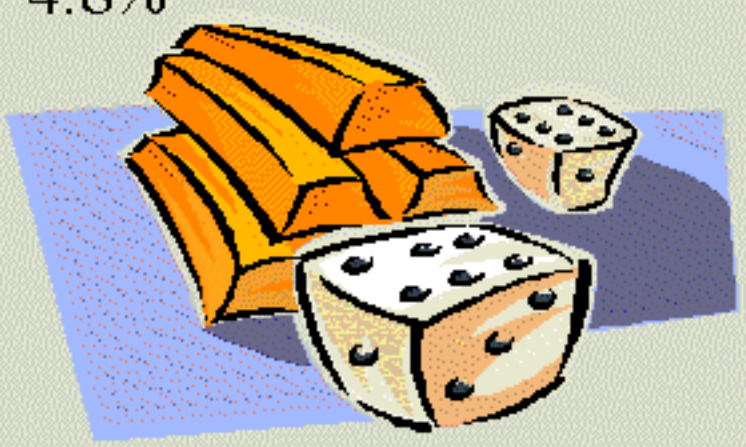
- 资金成本取决于无风险回报率、公司的运营性风险和公司的金融性风险。
- 运营性风险：
- 金融性风险：



债权成本

- 成本＝$K_d \times (1-t)$
- 避税（100%债权）vs. 破产风险
- 举例： K_d=8%; t=40%

  成本＝4.8%



优先股成本

- 特点：
- 成本=D_{ps}/P



股权成本

- 资本定价理论（CAPM)：$K=r_f+Beta(R_m-r_f)$
- K=债券利息＋风险溢价
- 固定增长率模型:$P_0=D_1/(K-g)$
- 历史平均值与行业平均值
- 内部股权与外部股权的主要区别：
- 预测股权成本非常困难！

资金的加权平均成本（WACC)

- WACC:
- $WACC=W_d\times K_d(1-t)+W_{ps}\times K_{ps}+W_s\times K_s$
- 基于长期、最佳资本结构
- 举例： $W_d=45\%$； $W_{ps}=5\%$； $W_s=50\%$

  $t=40\%; K_d=8\%; K_{ps}=8.4\%; K_s=12\%$

  $WACC=8.58\%$

关于资金成本的一些问题

- 非可控因素：
- 可控因素：
- 边际资金成本
- 非上市公司预测股权成本困难



资本预算

制定长期的投资决策

资本预算

- 定义：
- 把资金成本作为评估投资项目的贴现率——资本预算和融资决策被有效的结合起来
- 财务经理最重要的工作



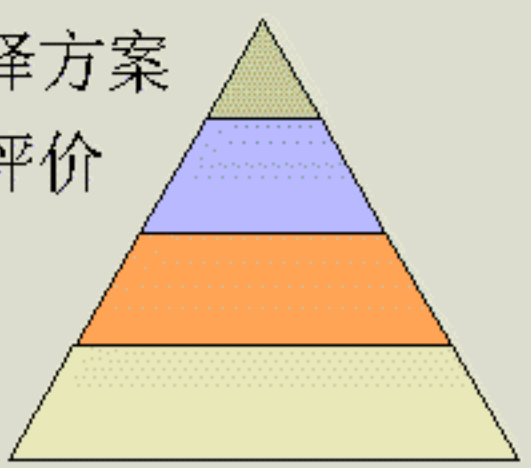
五类投资项目

- 设备更新以保持原有生产状态
- 设备更新以减少成本
- 现有产品或市场的延展
- 开发新产品或市场
- 安全/环保项目



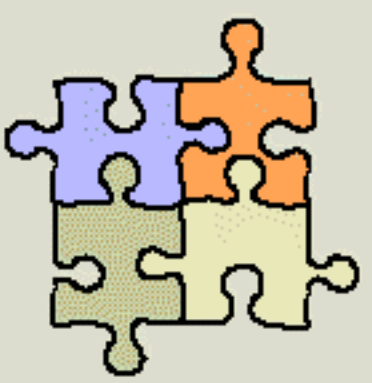
基本过程

- 提出各项投资方案
- 估计各方案每年的现金流量
- 评价每年的现金流量
- 按照某一接受标准选择方案
- 对接受的投资方案再评价



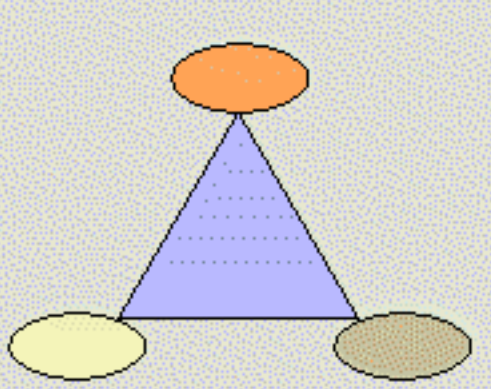
独立型和互斥型项目

- “独立型”项目：
- “互斥型”项目：



无限量资本和限量资本

- 无限量资金：
- 资本限量：



接受—否决和排列

- 方法**1**:接受—否决：
- 方法**2**：排列：

项目投资的决策方法

- 回报期：公司收回初始投资所需要的时间（年）。
- 决策标准：

项目投资的决策方法

- 举例：初始投资 2000

四年现金流：1000；800； 600； 200

回报期：2＋200/600=2.33年

- 优点：
- 缺点：

项目投资的决策方法

- 折现回报期：考虑货币的时间价值
- 举例：初始投资 2000；折现率 10%

四年折现现金流：910；661； 451；137

回报期：2＋（2000－910－661）
/451=2.95年

项目投资的决策方法

- 净现值（**NPV):**

NPV＝所有现金流入的现值－初始投资

- 决策标准：NPV>=0, 接受
  NPV<0, 否决

项目投资的决策方法

- 举例：

（910＋661＋ 451＋137）－2000＝159>0



项目投资的决策方法

- 内部报酬率（**IRR):**
- 决策标准：
- 计算：

相关现金流

- 相关现金流：与资本预算决策有关的现金流。
  - 不等于会计收入
  - “增量”现金流（如果接受此项目而产生的现金流）
  - 组成：初始投资、经营性现金流、和终端现金流

常见问题

- 沉没性成本：
- 机会成本：
- 排斥性成本：
- 安装运输成本：
- 流动资本增/减：
- 关于通胀率：

举例：投资新项目

- 厂房：24000；设备（包括安装运输）：16000；流动资本增加：12000
- 销售额：80000；综合成本：58000；税率：40%；折旧：1600/年
- 项目持续期：3年；3年后厂房市场价值：15000；设备市场价值：4000
- 资金成本：12%

举例：投资新项目

- 初始投资：24000＋16000＋12000＝52000
- 现金流＝（销售－成本－折旧）X（1－税率）＋折旧＝（80000－58000－1600）X（1－40%）＋1600＝13840
- 终端价值：15000＋4000＋12000＝31000

举例：投资新项目

- NPV=-52000＋13840/(1+12%) ＋13840/(1+12%) ＋13840/(1+12%) ＋31000/(1+12%)=3307
- IRR=14.98%
- 回报期：13840X3=41520; (52000-41520)/13840=0.76; 所以：3.76年
- 决策：接受此项目

其他项目

- 更换设备：考虑原设备回收价值
- 拥有不同持续期的项目比较:调整为相同持续期



NPV和IRR的比较

- NPV和IRR经常得出不同的项目评估结论
- 原因：对现金流入再投资的假设不同
- NPV:现金流入以资金成本作为回报率再投资
- IRR：现金流入以IRR 作为回报率再投资

那种方法比较好？

- 理论上：**NPV**比较好。
- NPV假设所有现金流入都以公司的资金成本作为回报率而进行再投资。
- IRR假设所有现金流入都以IRR作为回报率而进行投资。因为IRR常常较高，所以以公司资金成本作为现金流入的再投资回报率更加现实和保守。

那种方法比较好？

- 有些项目会由于数学的原因，得出2个以上的IRR.
- NPV不会出现此类问题。
- 尽管NPV在理论上优于IRR,现实中很多公司更加倾向于用IRR。
- 原因：

关于项目风险

- 项目本身风险：独立风险
- 企业风险：项目对企业运营整体风险的影响
- 是否分散投资？



资本结构与杠杆

平衡企业的融资途径

企业目标资本结构

- 杠杆：运用固定资产和负债来放大公司的资本回报率。
- 资本结构：
- 最佳资本结构：

运营性杠杆

- 运用公司固定资产成本来放大税前与财务费用前的利润（EBIT)。
- 固定成本与非固定成本高低的选择
- 运营性杠杆程度：



金融性杠杆

- 运用公司的固定财务费用来放大每股盈利。
- 固定财务费用与非固定财务费用高低的选择
- 在EBIT相等的情况下，不同的资本结构产生不同的每股盈利（EPS)。
- 金融性杠杆程度：

负债的利弊

- 负债的主要好处是：
- 负债的另一好处是：
- 负债的缺点：
- 负债的缺点：

负债的利弊

- 低负债区域: 负债上升—>WACC下降
- 高负债区域：负债上升—>WACC上升



运营性风险

- 公司的固定成本越大，运营性杠杆越高，运营性风险越高；
- 运营性风险的高低与公司所处的行业有关，与资本结构无关；
- 运营性风险高的公司倾向于降低金融杠杆的水平，以降低公司的总体风险。

金融性风险

- 公司的资本结构直接影响其金融性风险的高低；
- 含有固定利息的融资方式（例如：负债）越多，金融杠杆和金融风险越高；
- 关于金融杠杆的决策取决于公司的运营性风险和所处行业的资本结构平均值以及公司管理层的经营策略。

其他决定因素

- 企业税率
- 借债能力
- 管理层态度
- 财务危机标志
- 行业平均值



资本结构理论

- M&M理论：
- 企业价值取决于资产，而不是如何分配
- 完美的金融世界：一连串的假设

资本结构理论

- 市场信号理论：如何使股价上升
- 信息的非对称性
- 增加股权比例对市场的心理影响：

外部融资

- 外部融资的三个渠道
  - 金融中介：
  - 资本市场：
  - 柜台交易：



债券融资

- 长期债券融资：期限大于一年；纯贷款或可买卖债券。
- 企业资本结构一般包括一定比例的长期债：金融杠杆、降低WACC。

债券融资

- 债权人的自我保护：监督和控制债务人的经营活动以降低代理人问题。
- 优秀的财务经理懂得借债的两面性。
- 标准债券规定：
- 限制性债券规定：

长期债券的成本

- 长期债成本一般大于短期债成本。
- 影响成本因素：
- 长期债券：
- 所以：加息。

企业债券

- 定义：
- 保护债权人：
- 债券基金：迫使债务人在债券到期前偿付一部分借债。
- 受托人："看门狗"，维护债权人的利益。一般是银行。

企业债券的一般特性

- 可转换特性：
- 召回特性：
- 召回价格：
- 召回溢价：



债券回购的动机

- 息率下降
- 债权人的损失



企业债券评级

- 独立机构
- 风险与回报的正比关系
- 影响成本、可销售性

企业并购

公司发展的战略性考量

企业并购的种类

- 横向并购
- 纵向并购
- 集团并购

企业并购的优点

- 追求“合成附加值”：1＋1>2
- 分类：　经济性“合成附加值”
  金融性“合成附加值”

经济性“合成附加值”

- 提高销售额
  - 营销手段
  - 市场力量
  - 战略联合

经济性“合成附加值”

- 降低成本
  - 规模效应
  - 纵向收购效应
  - 资源互补

金融性“合成附加值”

- 减少投资
- 降低资金成本



企业并购效果研究

- 被收购方
- 收购方

财务管理的必备知识：公司价值评估

DCF 估值模型的应用

现金流折现法（DCF）的基本概念

- 任何资产的价值＝
- $V=\sum CF_n/(1+i)^n$

现金流折现法（DCF）的基本概念

- 三个重要估值:
- 两个数值的对应性

现金流折现法（DCF）的基本概念

- 举例：

年份	公司现金流
1	200
2	300
3	400
终端价值	1500

现金流折现法（DCF）的基本概念

- 举例：折现率（WACC)＝12％
- 公司价值＝200/(1+12%)^1+300/ (1+12%)^2 ＋400 /(1+12%)^3＋1500 /(1+12%) ^{3} ＝ 1770



步骤一：预测自由现金流

- 定义：自由现金流＝（经营性现金流）－（流动资本的投资）－（资本支出）
- 计算“息前（before interest)”、”税后（after tax)”的现金流

步骤一：预测自由现金流

- 未来销售额增长率
- “现金”支出
- 综合税率
- 经营性现金流＝

步骤一：预测自由现金流

- 流动资本＝流动资产－流动负债
- 流动资本的投资＝今年的流动资本－去年的流动资本

步骤一：预测自由现金流

- 资本支出

步骤一：预测自由现金流

- 自由现金流＝

步骤二：预测“终端年份”以后的现金流

- “竞争平衡”假设
- “终端年份”的选择

步骤二：预测“终端年份”以后的现金流

- 无增长假设
- “终端价值”=

步骤二：预测“终端年份”以后的现金流

- 增长假设
- Gordon 模型：
  - P= D(1+g)/(k-g)
  - 终端价值=终端年份第二年现金流/（折价率—现金流增长率）

步骤三：自由现金流的折现

- WACC：公司各种“现存”资金成本的加权平均值
- $WACC=V_d/(V_d+V_e) \times R_d(1-T)+V_e/(V_d+V_e) \times R_e$

步骤三：自由现金流的折现

- 确定目标资本结构
- 债券成本
- 股权成本
  - CAPM
  - Gordon 模型
  - 市场平均值

步骤三：自由现金流的折现

- 计算各类现金流的“现值”（折现的过程）
- 任何资产的价值＝将来现金流的“现值”总和
- $V=\sum CF_n/(1+i)^n$

步骤四：计算企业股权价值

- 非经营性资产
- 帐外负债
- 稀释性股权
- 股权价值＝企业价值－负债价值＋非经营性资产－帐外负债－稀释性股权价值

DCF估值模型的局限性

- 假设是否成立
- 现金流和折现率估值困难
- 经营困境公司
- 周期性公司
- 拥有大量非经营性资产
- 重组型公司

企业分红政策

股权投资者的回报

讨论主题

- 分红比例
- 现金分红 vs. 股票回购
- 分红政策的稳定性



分红 vs. 增长

- 企业目标：股东权益最大化
- 目标分红比例＝现金分红/净利润
- 保留比例＝1－目标分红比例
- 要分红（现金）还是要增长（资本利得）
- 最佳分红政策：

分红理论

- 分红无关论：
- 落袋为安论：
- 税务倾向论：

分红理论

- 市场信号理论：
  - 分红上升—>预期盈利高—>股价上升
  - 分红下降—>预期盈利低—>股价下降
- 实际研究：



企业实际分红政策

- 可分配利润的不稳定性
  - 企业利润的起伏性
  - 投资机会的起伏性
- 投资者倾向稳定的分红政策
  - 日常支出
  - 对股权成本的影响
  - 市场信号：对股价的影响

企业实际分红政策

- 企业一般倾向于稳定的分红政策
- 剩余分红模型：

企业实际分红政策

- 其他影响因素
  - 法律法规限制
  - 企业限制
  - 股权成本

其他分红方法

- 股票分红：“不要浪费木材”
- 股票回购：使股价上涨而达到分红目的
  - 正面的市场信号
  - 企业灵活性增加
  - 利用资本利得低税率



流动资本管理

短期投融资决策

流动资本＝流动资产－流动负债

- 区别于长期：现金流发生在一年之内
- 现金
- 短期债
- 信誉政策
- 存货

经营周期和现金周期

- 经营周期：
- 存货周转天数：
- 应收帐款周转天数：
- 经营周期＝存货周转天数＋应收帐款周转天数
- 现金周期：
- 应付帐款周转天数：
- 现金周期＝经营周期－应付帐款周转天数

现金周期

- 现金周期借助与：
  - 借款
  - 保持流动资金
- 改变：存货、应收、应付



计算

- 存货周转率＝
- 存货周转天数＝
- 应收帐款周转率＝
- 应收帐款周转天数（收款期）＝
- 应付帐款周转率＝
- 应付帐款周转天数（付款期）＝

现金周期的意义

- 缩短现金周期
  - 存货周转天数越短越好
  - 应收帐款周转天数越短越好
  - 应付帐款周转天数越长越好



短期财务政策

- 弹性政策
  - 较高的流动资产比例
  - 长期债融资
  - 大量现金
  - 大量存货
  - 宽松的信贷政策



短期财务政策

- 限制性政策
  - 较低的流动资产比例
  - 短期债融资
  - 少量现金
  - 少量存货
  - 紧缩的信贷政策

短期财务政策

- 成本与收益的平衡
- 实际应用
  - 长短对应
  - 旺季：短期融资
  - 淡季：投资于货币市场

其他考虑因素

- 现金：
- 信贷政策：
- 存货：

财务管理的其他考量因素

进一步理解财务分析与策划

预测财务报表

- 销售额比例法
  - 决定会计项目
  - 预测销售额
  - 预测其他项目

举例：ABC公司财务报表（2000）

收入表

销售额	500
原材料（80%）	400
管理费用（10.4%）	52
EBIT	48
利息*	8
EBT	40
税	16
净利润	24

ABC公司财务报表（2000年）

资产负债表

现金（2%）	10
应收款（17%）	85
存货（20%）	100
固定资产（30%）	150
总资产	345
应付款（8%）	40
应付工资（7%）	35
长期债*	72
普通股*	150
留存收入*	48
总负债&股权	345

ABC公司财务报表（预测2001）

收入表

销售额	625
原材料（80%）	500
管理费用（10.4%）	65
EBIT	60
利息*	8
EBT	52
税	20.8
净利润	31.2

ABC公司财务报表（预测2001）

资产负债表

现金（2%）	12.5
应收款（17%）	106.25
存货（20%）	125
固定资产（30%）	187.5
总资产	431.25
应付款（8%）	50
应付工资（7%）	43.75
长期债*	108.3
普通股*	150
留存收入*	79.2
总负债&股权	431.25

会计项目

- 随销售额成比例变化
  - 原材料
  - 管理费用
  - 流动资金
  - 应收帐款
  - 存货
  - 应付帐款

会计项目

- 不随销售额成比例变化
  - 长期债权
  - 普通股权
  - 利息/财务费用
  - 留存收益
  - 固定资产—?

其他考量因素

- 满足新加资金需求
  - 借债
  - 增加股权
  - 减少流动资金占用
  - 加快回收应收帐款/改变信贷政策
  - 延缓支付应付帐款

其他考量因素

- 敏感性分析
- 情景分析

企业增长率的“管理”

- 企业的生命周期
  - 开始阶段
  - 快速增长阶段
  - 成熟阶段
  - 衰退阶段

可持续性增长率

- 企业增长与资金供应
- g=留存比例x 净资产回报率
- g=留存比例 x 净利润率 x 资产周转率 x 资产乘数

高速增长

- 减少分红
- 提高净利润率和资产周转率
- 提高金融杠杆—借债
- 卖掉部分生产线
- 外包
- 提价
- 合并

低速增长

- 回报股东
- 并购

财务比率分析

- 单个比率毫无意义
- 比率本身并不回答问题；而是提出问题（why, what, how)
- 横向分析
- 纵向分析

财务报表的“质量”

- “质量”：是否反映企业“经济现实”。
- 损益表：收益的可重复性
- 资产负债表
  - 财务杠杆低
  - 资产市场价值大于帐面价值
  - 表外财务活动较少

财务报表比例法

- 资产负债表项目/总资产
- 损益表项目/销售额
- 比较不同规模的企业

短期流动性

- 流动比率＝
- 速动比率＝
- 现金比率＝

企业运营效率

- 存货周转率＝
- 存货周转天数＝
- 应收帐款周转率＝
- 应收帐款周转天数（收款期）＝
- 应付帐款周转率＝
- 应付帐款周转天数（付款期）＝

企业运营效率

- 总资产周转率＝
- 固定资产周转率＝
- 净资产周转率＝

收入表

销售额
原材料成本
毛利润
营运成本
营运利润（EBIT）
利息
税前利润（EBT）
税
税后利润（EAT）

盈利能力

- 毛利率＝
- 运营性利润率＝
- 净利率＝
- 资产回报率＝
- 净资产回报率＝

杜邦分析

- 净资产回报率（1）＝
- 净资产回报率（2）＝

风险

- 运营性风险
- 金融性风险：
  - D/E比率＝
  - 负债率＝
  - 利息覆盖率＝

增长性

- g=留存比例x 净资产回报率

外部流动性（股票二级市场）

- 某时期内的股票交易量
- 买卖差价高低
- 换手率＝

比率分析的局限性

- 会计操纵
- 标杆行业的选择
- 多种比率之间的关联性
- 如何找到“标杆”比率

财务管理的国际方面

国际投融资的特殊性

国际投融资的考量因素

- 汇率
- 利率
- 会计准则
- 外国税率
- 政治风险



案例分析

- 加拿大优尼斯派公司并购案—资产估值的应用

案例分析

- 一汽集团收购天津汽车案

案例分析

- 美国Multicom公司纳斯达克上市案

案例分析

- 某药厂新建工程案例分析—资本预算的应用

案例分析

- 张裕（葡萄酒）集团产权转让案

案例分析

- 武汉钢铁（集团）公司主辅分离案

Questions & Answers



Thank You !

股票估值与分析
Equity Investments

主讲人：韩翊， **Frank Han**
美国特许金融分析师 CFA®

自我介绍

- 姓名：Frank Han, 韩翊
- 美国“特许金融分析师（CFA®）”投资执照持有人
- 加拿大多伦多York大学商学院（2003年福布斯杂志商学院排名世界第六位），MBA
- 美国Goldey-Beacom 大学，学士
- 先后就职于：美国、加拿大、中国的基金管理公司、证券公司、大型跨国集团等。

自我介绍

- 多年来先后在清华大学、北京中美商学院、北京中加商学院、劳动管理学院等高等院校担任MBA、总裁培训班、CFA考前培训班、金融投资高级研修班等各类培训项目的主讲教授
- 中、英文流利，曾经多次接受中央电视台、北京电视台、上海卫视、21世纪经济报道、China Daily等金融证券媒体的采访并多次参加中央电视台和其他地方电视台的栏目合作等
- 联系方式：
  - 邮箱：yhan6688@sina.com or yhan6688@yahoo.com

主要学习内容

- 证券市场简介
- 股权估值的几个基本概念
- 行业分析与公司分析
- 股权估值
- 案例

第一部分：证券市场简介

全球投资品选择

- 固定收益类
  - 活期存款
  - 定期存款
  - 国债
  - 政府部门债券
  - 市级债券

全球投资品选择

- 企业债

全球投资品选择

- 国际债券

全球投资品选择

- 股权类
  - 按行业分类
  - 按国内、国外分类

全球投资品选择

- 特殊股权类投资品
  - 认股证
  - 买入期权
  - 卖出期权

全球投资品选择

- 期货合同
- 投资管理公司

全球投资品选择

- 房地产
- 古玩珠宝

证券市场的功能

- 提供及时、准确的信息
- 提供流动性

证券市场的功能

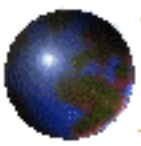
- 市场内部效率
- 市场外部效率

证券市场的结构

- 一级市场
- 二级市场

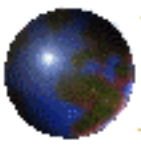
一级市场

- 承销商
- IPO
- 增发



二级市场

- 竞价市场
- 交易商市场
- 坐市商



二级市场

- 纽约股票交易所
- 东京股票交易所
- 伦敦股票交易所

二级市场

- 地区性交易所
- 柜台交易市场（OTC）

二级市场

- 三板市场
- 四板市场

二级市场

- 卖空（short sale）
  - 步骤
  - 动机
  - 规则
  - 好处
  - 坏处

证券市场的变化

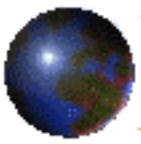
- 固定交易费 **vs.** 浮动交易费
- 股价波动性
- 建立全国性市场
- 交易所竞争
- 交易所合并
- 网上交易

证券市场指数的用途

- 评估业绩
- 建立指数基金
- 观察整体市场变化
- 辅助理论研究

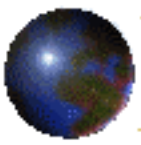
指数的构建

- 考虑因素
- 价格比重
- 市值比重
- 相同比重



按价格比重构建

- 计算
- 高价股占比重大
- 假设
- 应用



按市值比重构建

- 计算
- 高市值股占比重大
- 假设
- 应用

按相同比重构建

- 计算
- 不论价格和市值高低，相同比重
- 假设
- 应用

市场效率假说

- 有效市场
- 弱式市场
- 半强式市场
- 强式市场

“假说”的检验

- 弱式市场
- 半强式市场

“假说”的检验

- 强式市场

“假说”的启迪

- 技术分析
- 基础性分析
- 基金经理
- 长期持有市场
- 避税、降低交易费、降低流动成本

第二部分：股权估值的几个基本概念

公司盈利能力（earning power)

- 公司“内在价值”的决定因素（intrinsic value)
- 定义
- 决定因素

对“估值”的误解

- 估值模型“量化”程度越高越好
- 估值模型是客观的
- 估值模型的结果是正确的
- 估值“结果”比“过程”更重要

“估值”的应用

- 证券投资
- 投资银行
- 企业金融
- 并购重组
- 信贷评估

“估值”的方法

- 现金流折现法（DCF）
- 相对估值法（倍数法）
- “不定事件”估值法

预测财务报表

- 销售额比例法

举例：ABC公司财务报表（2000年）

收入表

销售额	500
原材料（80%）	400
管理费用（10.4%）	52
EBIT	48
利息*	8
EBT	40
税	16
净利润	24

ABC公司财务报表（2000年）

资产负债表

现金（2%）	10
应收款（17%）	85
存货（20%）	100
固定资产（30%）	150
总资产	345
应付款（8%）	40
应付工资（7%）	35
长期债*	72
普通股*	150
留存收入*	48
总负债&股权	345

ABC公司财务报表（预测2001年）

收入表

销售额	625
原材料（80%）	500
管理费用（10.4%）	65
EBIT	60
利息*	8
EBT	52
税	20.8
净利润	31.2

ABC公司财务报表（预测2001年）

资产负债表

现金（2%）	12.5
应收款（17%）	106.25
存货（20%）	125
固定资产（30%）	187.5
总资产	431.25
应付款（8%）	50
应付工资（7%）	43.75
长期债*	108.3
普通股*	150
留存收入*	79.2
总负债&股权	431.25

会计项目

- 随销售额成比例变化

会计项目

- 不随销售额成比例变化

其他考量因素

- 满足新加资金需求

其他考量因素

- 敏感性分析
- 情景分析

企业增长率的“管理”

- 企业的生命周期

可持续性增长率

- 企业增长与资金供应
- g=留存比例x 净资产回报率
- g=留存比例 x 净利润率 x 资产周转率 x 资产乘数

高速增长

- 减少分红
- 提高净利润率和资产周转率
- 提高金融杠杆—借债
- 卖掉部分生产线
- 外包

高速增长

- 提价
- 合并

低速增长

- 回报股东
- 并购

第三部分：行业分析与公司分析

从上到下分析法

- 从下到上（bottom-up)分析法
- 从上到下（top-down)分析法：
  - 宏观经济

从上到下分析法

- 行业影响
- 公司分析

从上到下分析法

- “资金分配”是最重要的投资决策

企业竞争战略

- 目标：建立可盈利的、可持续的企业运营战略
- 两个主要问题：
  - 行业吸引力
  - 企业竞争优势

企业竞争战略

- 决定行业吸引力
- 决定企业竞争优势

行业结构分析

- 准入障碍

行业结构分析

- 替代性产品威胁

行业结构分析

- 购买方的讨价能力

行业结构分析

- 供应商的讨价能力

行业结构分析

- 现存竞争程度

几点思考

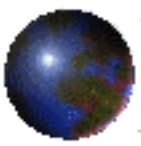
- 满足消费者需求是前提，但并不决定企业盈利能力；
- 短期盈利能力取决于供需关系；
- 长期盈利能力取决于行业结构；

企业竞争战略

- 企业战略定位：建立可持续性的竞争优势（核心竞争力）
- 三种竞争战略
  - 低价策略
  - 差异性策略
  - 集中性策略

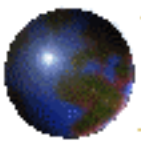
低价策略

- 目的
- 手段
- 风险



差异性策略

- 目的
- 手段
- 风险



集中性策略

- 目的
- 手段
- 风险

几点思考

- 中间型战略（stuck in the middle)
- 同时采取不同策略

几点思考

- 可持续性
- 组织结构与战略计划的配合

行业分析

- 宏观经济对行业的影响
- 行业分析要素：
  - 行业分类
  - 外部因素
  - 需求分析
  - 供应分析
  - 盈利性分析
  - 国际市场

行业分类

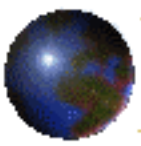
- 以产品或服务划分
- 按“行业生命周期”划分

行业分类

- 按授“经济周期”的影响划分

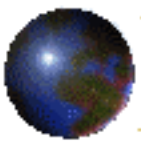
外部因素

- 技术
- 政府
- 社会变化



外部因素

- 人文变化
- 外国影响



需求分析

- 宏观经济
- 行业分类
- 外部因素
- 企业客户
- 相关行业

供应分析

- 长期
- 短期
- 上下游供需分析

盈利性分析

- 产品分类
- 竞争者集中度
- 准入障碍
- 关键原材料供应变化

国际市场

- 国外经济情况
  - 出口
  - 进口
- 汇率变化
  - 出口
  - 进口产品
  - 进口原料

财务比率分析

- 单个比率毫无意义
- 比率本身并不回答问题：而是提出问题（**why, what, how)**
- 横向分析
- 纵向分析

财务报表的“质量”

- “质量”：是否反映企业“经济现实”。
- 损益表
- 资产负债表

财务报表比例法

- 资产负债表项目/总资产
- 损益表项目/销售额
- 比较不同规模的企业

短期流动性

- 流动比率＝流动资产/流动负债
- 速动比率＝（流动资产－存货）/流动负债
- 现金比率＝现金/流动负债

企业运营效率

- 存货周转率＝产品销售成本/平均存货
- 存货周转天数＝365/存货周转率
- 应收帐款周转率＝赊销额/平均应收帐款
- 应收帐款周转天数（收款期）＝365/应收帐款周转率
- 应付帐款周转率＝产品销售成本/平均应付帐款
- 应付帐款周转天数（付款期）＝ 365/应付帐款周转率（比率分析测企业营运效率）

企业运营效率

- 总资产周转率＝销售额/总资产
- 固定资产周转率＝销售额/固定资产
- 净资产周转率＝销售额/股权数额

收入表

销售额
原材料成本
毛利润
营运成本
营运利润（EBIT）
利息
税前利润（EBT）
税
税后利润（EAT）

盈利能力

- 毛利率＝毛利润/销售额
- 运营性利润率＝息税前利润（EBIT)/销售额
- 净利率＝净利润/销售额
- 资产回报率＝净利润/总资产
- 净资产回报率＝净利润/股权数额

杜邦分析

- 净资产回报率＝净利润率 x 资产周转率 x 资产乘数
- 净资产回报率=(EBIT/销售）×（销售/资产）×（资产/股权）×（EBT/EBIT)×（NI/EBT)

风险

- 运营性风险
- 金融性风险：
  - D/E比率＝长期负债/股权
  - 负债率＝总负债/总资产
  - 利息覆盖率＝EBIT/利息

增长性

- g=留存比例x 净资产回报率

外部流动性（股票二级市场）

- 某时期内的股票交易量
- 买卖差价高低
- 换手率＝（某时期内的股票交易量）/（总流通股本）

比率分析的局限性

- 会计操纵
- 标杆行业的选择
- 多种比率之间的关联性
- 如何找到“标杆”比率

上市“公司”与上市“股票”比较

- 好公司不等于好股票
- 成长型公司 vs.成长型股票
- 防御型公司 vs.防御型股票
- 周期型公司 vs.周期型股票

第四部分：股权估值

如何评估股权的价值

- 市场价格
- 清盘价值
- 现金流折现法
- 倍数法
- 流动性考量
- 控股权考量
- “谈判”的结果

市场价格

- “市场永远是正确的”
- 局限性

清盘价值

- 假设公司停止运营
- 公司各资产拆分出售的价格总和
- 未考虑公司“合力”，一般不适合运营正常的公司
- 有时“清盘价值”大于“正常运营价值”

倍数法

- 市盈率＝股价/每股收益（P/E)
- 表示投资者对上市公司的信心
- 寻找“可比公司”计算股价
- 优点

市盈率（P/E)

- 缺点

市净率（P/B)

- 市净率＝股价/每股净资产
- 优点
- 缺点

市净率

- 低市净率股票经常超卖—价值型投资

P/S比率

- P/S比率＝股价/销售额
- 优点
- 缺点

现金流折现法

- 假设公司不断经营下去（going-concern)
- 考虑了公司各资产所产生的“合力”，公司价值取决于其“盈利”能力
- 任何资产的价值＝将来现金流的“现值”总和
- $V=\Sigma CF_n/(1+i)^n$
- 模型理论性较强、假设多、主观性强、实际应用比较困难
- 跨国投资运用较多

货币的时间价值

- 意义：制定金融决策的基础
- 终值：货币在将来某一时间的价值
- 现值：终值被某一息率折价而得出的数值—将来价值的现在价值
- 复利：利息的利息
- 本金：利息数额的依据
- 计算

公式

- FV=PV(1+i)^n；PV=FV/ (1+i)^n
- FV:货币的将来价值
- PV:货币的现今价值
- i:息率
- n:时间段—一般以“年”计

现金流折现法（DCF）的基本概念

- 举例：

年份	公司现金流
1	200
2	300
3	400
终端价值	1500

现金流折现法（DCF）的基本概念

- 举例：折现率（股权成本)＝12％
- 公司价值＝200/(1+12%)^1+300/(1+12%)^2＋400 /(1+12%)^3＋1500 /(1+12%) ^{3} ＝1770

预测股东所得自由现金流

- 自由现金流＝净利润＋非现金支出－资本支出－流动资本的投资－债务本金归还＋新债现金流入

预测股权成本

- 资本定价理论（CAPM)：$K=r_f+Beta(R_m-r_f)$
- K=债券利息＋风险溢价
- 固定增长率模型:$P_0=D_1/(K-g)$
- 历史平均值与行业平均值
- 内部股权与外部股权的主要区别
- 预测股权成本非常困难！

二阶段DCF模型

- 第一阶段（高增长阶段，5—10年）
- 第二阶段（平稳增长阶段，直到“无限期”）

流动性考量

- 流动性定义：资产迅速变现的能力

流动性折扣

- 非流通股权价值远远低于流通股权
- 研究表明

影响折扣值的因素

- 分红
- 潜在收购者
- 股本大小
- IPO希望
- 信息透明度

转让控股权

- 交易考量因素

控股权考量

- 控股权附加值
- 控股权价值

控股权附加值

- 控股权每股价格应高于少数股东每股价格
- 研究表明

影响控股权附加值的因素

- 非经营性资产
- 现存管理团队
- 商业机会
- 战略合并

企业并购和重组

- 横向并购
- 纵向并购
- 集团并购
- 战略联合
- 合资公司

企业并购和重组

- LBO
- 出售分支机构或部分资产
- 组建控股公司

投行在并购中的作用

- 协调并购者
- 评估公司
- 协助融资
- 自己投资
- 协助“反兼并”策略

技术分析

- 技术分析的假设

股票分析理念的区别

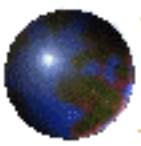
- 基础型分析
- 技术型分析
- 市场效率型分析

技术分析

- 技术分析的问题

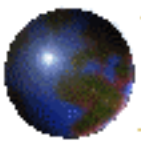
投资风格

- 价值型投资（value investing）



投资风格

- 成长型投资（growth investing）



投资风格

- 小盘股投资(small-cap investing)

投资风格

- 市场时机型投资（market-oriented）

投资策略

- 主动型投资（active management）
- 被动型投资（passive management）

问答时间

Questions & Answers

谢谢！

