

估值是一切投资决策的灵魂

Valuation is at the Heart of Any Investment Decision

价值投资者指南

估值的艺术

110个解读案例

[英] 尼古拉斯·斯密德林 著 李必龙 李羿 郭海 译
(Nicolas Schmidlin)

The Art of Company Valuation and
Financial Statement Analysis

A Value Investor's Guide with Real-life Case Studies



机械工业出版社
China Machine Press

估值的艺术

110个解读案例

The Art of Company Valuation and
Financial Statement Analysis

A Value Investor's Guide with Real-life Case Studies

[英] 尼古拉斯·斯密德林 著 李必龙 李羿 郭海 译
(Nicolas Schmidlin)



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

估值的艺术: 110 个解读案例 / (英) 斯密德林 (Schmidlin, N.) 著; 李必龙, 李羿, 郭海译.
—北京: 机械工业出版社, 2015.8

书名原文: The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis: A
Value Investor's Guide with Real-life Case Studies

ISBN 978-7-111-51026-0

I. 估… II. ①斯… ②李… ③李… ④郭… III. 公司—估价—案例 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 176857 号

本书版权登记号: 图字: 01-2015-1423

Nicolas Schmidlin. The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis: A Value
Investor's Guide with Real-life Case Studies.

Copyright © 2014 by John Wiley & Sons, Inc.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2015 by China
Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or
mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without
permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可,
不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

估值的艺术: 110 个解读案例

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 施琳琳

责任校对: 董纪丽

印刷: 中国电影出版社印刷厂

版次: 2015 年 8 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 185mm × 260mm 1/16

印张: 17

书号: ISBN 978-7-111-51026-0

定价: 59.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

本书最大的亮点是在估值的科学和估值的艺术之间寻找估值的真谛！为此，作者把整本书的逻辑思路设定为：设法把定量的事实和定性的特征有机地融为一体。在具体的实现路径上，作者着力分析公司年报的定量和定性信息，以期获得合理的公司估值。

除了上述亮点外，本书还有下述三大特色。

(1) 案例为绳。本书最大的特色是运用了 110 个上市公司的案例，对核心内容和重要节点进行了生动的解读，一改估值学说枯燥乏味的形象，更好地起到了烘托亮点、廓清思路、指点路径的作用。

(2) 估值工具。对重要的财务指标和估值比率，本书作者都借用标普 500 成分股的实际历史数据，找出了相关指标的中位值和平均值，而且，对相关变量进行了回归分析，给出了相关变量之间的关联系数。不仅做到了有综合标杆指标值可查，还有关键估值比率对照表可鉴。

(3) 化繁为简。市面上众多的估值书籍，基本上都有深奥的模型或复杂的公式，理解和掌握颇费工夫。本书不然，作者采取了简单易学的方式，从财报定量的基本解读开始，以年报的定性解读为重点延伸，最终落脚于简洁的公司公允估值方式。

本书的第 1 章和第 4 章由李羿翻译，第 2 章和第 3 章由郭海翻译，第 5 章由冯滨翻译，第 6 章由张旭翻译，第 7~9 章等由李必龙翻译，并由李必龙进行总校对。

凡事应该删繁就简，但不能简而空之。

——阿尔伯特·爱因斯坦

这本书的成就离不开我的投资伙伴兼朋友马克·普罗菲特利希的惠助。在本书英文版的创作过程中，奥斯卡·埃里克松、卡里姆·哈穆德、鲁特格尔·莫尔、马修·史密斯和弗丽达·苏洛都施予了很多的援手——无论是在写作过程中，还是写作过程之外。

当然，我还要感谢拉巴卜·弗拉加、卡尔-克里斯托弗·弗里德里希、安妮-卡特琳·格普菲特、朱利安·格鲁伯、德克·海茨曼、马库斯·赫尔曼、多米尼克·霍格尔、托马斯·容汉斯、费边·卡斯克、斯文·克卢伊特曼、拉尔斯·马库斯、卢卡斯·莫吉尔、西蒙·沃格特、菲利普·福恩德兰和斯特芬·佐隆茨。

在整个书写和出版的过程中，来自 Wiley 的托马斯·海克尔和来自瓦伦的丹尼斯·布鲁诺特给予了我巨大的帮助。我还要感谢西格莉德·米卡尔森帮我做的翻译。最后，要感谢我的父母弗里茨和莉欧芭对我始终不渝的支持。

此外，本书所有的错误和不足，都是我的个人之咎。

我的电子邮箱地址是：ns@profitlich-schmidlin.de。

前 言

众所周知：艺术并非现实，但艺术是一种呓语，促使我们了解现实——至少是那种赋予我们理解力的现实。

——巴勃罗·毕加索

本书涉及上市公司的估值及其财报分析。实际上，更适合的书名应该是“非公司估值之作”！在亚马逊网站上，有关公司估值的搜索结果就有超过 5000 条，有关财报分析的搜索结果也有 4000 多条。那么，我们为何还需要另一本同类题材的书呢？

也许，你已诧异于本书前言的导语！它不是来自著名的经济学家、成功的创业者或出色的投资人，而是出自一位杰出的艺术家。因为，公司估值的底色更多的是艺术，而非科学！

通过扎实分析得到的数据及其比率，的确能就公司的估值给出一个大致的轮廓，但数据不能说明一切！如果单纯通过关键数据及其比率的计算和比较，就足以辨析被低估或有前景的企业，那么，本书就是多余之作，因为一台计算机在眨眼之间就能解决所有的这类问题。

不过，事实并非如此！

依据系统分析的结果，我们仅能得到这样相关的结论：一家公司是如何走到今天的！影响公司未来发展的因素来自各个方面，尤其是那些定性的因素——这恰恰是金融市场相关理论的困惑之处。

当今，多数教科书都是由一些抽象的公式构成（充满了希腊字母），通常

都晦涩难懂。因此，本书意在独辟蹊径，决意以一种实用、生动、活用案例的方式，阐述公司估值并进行相关的系统分析。在公司的分析和估值方面，本书将在主流之外，着力通过另类方式，给予读者一种综合实用的解读。

实际上，本书阐述的这种分析方法，就是不时闪现在企业家脑海中的方法。同时，这也是为公司股东特备的分析方法，因为他们了解自己拥有股份的公司是一家真真实实的公司——有真实的雇员、真实的产品和真实的现金流。

本书的目标是想打造这样一种工具：它会在投资分析和决策上，有益于具有企业家精神的投资者，而谢绝那些短线的投机人。单纯的数字是一回事，而对它们进行理性的评价，则完全是另一回事。

综合而论，这些数字可被看作一个魔方的具体构件，而这个魔方则是一家公司内在价值的整体表现。

相比于公司估值的其他教科书，本书在很大程度上摒弃了那些复杂的数学公式和抽象的阐释。它致力于成为务实性的公司估值指南，而非那种枯燥、烦琐和不实用的理论。

乍一看内容，本书明确涉及公司估值的仅有一个章节。实际上，它的内容环环相扣，每个章节都是建立在前一个章节之上，使读者对企业的内在价值有一个完整的了解。

正因为如此，第8章阐述的估值案例分析，是建立在前面那些章节之上的，若没有前面这些章节，就无法理解公司估值，或无法正确应用估值案例，进行相关的分析解读。

估值本身是一个技术流程，而投资者实际的增值行为则蕴含于下述过程之中：理解公司业务并洞悉公司未来价值的驱动要素。

本书内含110个相关案例，分布于不同的章节。每个案例都着力解读估值方法的某个侧面——它的实际应用及其与所涉问题的关联。由于多数投资者聚焦的资本市场仍然是北美和欧洲市场，而且这两个地区采用的财会制度基本相同，所以，本书主要采用的案例基本来自这些市场。不过，考虑到不断增长的新兴市场，我们也呈现了一些新兴市场的相关案例。

考虑到真实性并促使投资者熟悉不同类型的标识方式，在这些案例里仍然保持着特定国家的相关数字和表现方式。因此，如果读者愿意的话，他便能够就某个案例，寻找到它原来的财务报表。另外，在本书上下连续的评述和公式里，相关数字都是采用标准的英文标识，以便确保叙述本身的连贯性。

本书聚焦于上市公司的估值，但也适用于非上市公司。对于时常盯着证券交易所挂牌

股票的人而言，再估值和对自己估值的修正，都是自己日常工作的组成部分。

重大的政治决策和其他相关因素（从宏观经济发展到企业战略管理决策）都会影响到公司的公允价值——这种公司估值的艺术性，不仅仅是最具智慧的挑战之一，而且还是人们在金融市场上能够从事的最令人兴奋的行为之一。

除了阐释财报分析和公司估值的技术面外，本书的各个章节都在试图折射这个艺术主题的一个侧面：它的活力及其裨益。

公司估值是一种艺术，因为公司无一例外地处在不断的变化之中，它的内在价值永远无法知晓，但仍有可能定义。

让我们探索黑暗，发掘真知！

尼古拉斯·斯密德林

2014年2月于伦敦/法兰克福

译者序
致 谢
前 言

第1章 引子 / 1

- 1.1 商业会计的重要性及其发展 / 2
 - 1.1.1 财务报表的有限作用 / 6
 - 1.1.2 金融领域的特殊性 / 8
- 1.2 财务报表的成分和结构 / 8
 - 1.2.1 利润表 / 9
 - 1.2.2 资产负债表 / 22
 - 1.2.3 现金流量表 / 25
 - 1.2.4 权益变动表 / 38
 - 1.2.5 附注 / 39

第2章 收益率和盈利能力的主要比率 / 42

- 2.1 净资产收益率 / 43
- 2.2 净利润率 / 47
- 2.3 息税前利润率和息税折旧摊销前利润率 / 49
- 2.4 资产周转率 / 51
- 2.5 资产收益率 / 53
- 2.6 已占用资金收益率 / 55

2.7 经营性现金流收益率 / 57

第3章 财务稳定性比率 / 59

3.1 权益比率 / 59

3.2 资本负债比率 / 63

3.3 动态资本负债比率 / 66

3.4 净负债/息税折旧摊销前利润 / 71

3.5 资本支出比率 / 72

3.6 资产折旧比率 / 76

3.7 生产性资产投资比率 / 78

3.8 现金消耗率 / 79

3.9 流动(非流动)资产与总资产比率 / 81

3.10 权益/固定资产比率权益和长期负债总额与固定资产比率 / 83

3.11 商誉比率 / 85

第4章 运营资本管理的比率 / 86

4.1 应收账款天数和应付账款天数 / 87

4.2 现金比率 / 90

4.3 速动比率 / 91

4.4 流动比率或运营资本比率 / 92

4.5 库存强度 / 95

4.6 库存周转率 / 96

4.7 现金转换周期 / 97

4.8 未完订单和新增订单比率 / 98

第5章 商业模式分析 / 100

5.1 能力范围 / 102

5.2 特征 / 102

5.3 框架条件 / 106

5.4 信息获取 / 107

5.5 行业和企业分析 / 108

5.6 SWOT分析 / 109

5.7 波士顿分析模型 / 110

5.8 竞争战略 / 117

5.9 管理 / 117

第6章 利润分配政策 / 119

6.1 红利 / 119

6.2 股份回购 / 122

6.3 小结 / 126

第7章 估值比率 / 129

7.1 市盈率 / 130

7.2 市净率 / 136

7.3 价格与现金流比率 / 143

7.4 市销率 / 145

7.5 企业价值法 / 149

7.6 企业价值/息税折旧摊销前利润 (EV/EBITDA) / 154

7.7 企业价值/息税前利润 (EV/EBIT) / 157

7.8 企业价值/自由现金流 (EV/FCF) / 160

7.9 企业价值/销售额 (EV/sales) / 162

第8章 公司估值 / 164

8.1 贴现现金流模型法 / 166

8.1.1 权益法 / 168

8.1.2 实体法 / 177

8.1.3 调整现值法 (APV) / 181

8.1.4 经营性和财务性杠杆 / 183

8.1.5 贴现现金流模型的另类使用 / 187

8.1.6 贴现现金流估值案例研究 / 188

8.2 倍数估值法 / 196

8.2.1 公允市盈率法 / 198

8.2.2 公允市净率法 / 209

8.2.3 公允市销率法 / 224

8.2.4 公允企业价值/息税前利润比率法 / 226

8.2.5 公允企业价值/销售额比率法 / 229

- 8.2.6 倍数估值法：数学背景 / 232
- 8.2.7 清算法/净资产价值法 / 233
- 8.3 财务报表的调整 / 235
 - 8.3.1 备考报表和一次性科目影响 / 238
- 8.4 估值方法概览 / 239

第9章 价值投资 / 242

- 9.1 安全边际法 / 245
- 9.2 价值投资策略 / 246
 - 9.2.1 品质投资 / 246
 - 9.2.2 雪茄蒂投资法 / 246
 - 9.2.3 净流动资产价值/套利 / 247
- 9.3 投资机会的甄别 / 248
- 9.4 投资组合管理 / 251
 - 9.4.1 多元化 / 251
 - 9.4.2 风险 / 252
 - 9.4.3 现金 / 252
- 9.5 买入与卖出：投资期限 / 253
 - 9.5.1 买 / 253
 - 9.5.2 卖 / 253
- 9.6 结论 / 255

图表来源 / 257

引 子

人们凭借这种方式，可以在任何时候浏览概要之明，而不至迷失于细节之繁。复式记账制度给人们带来了多大的好处啊！它不愧是人类大脑最伟大的发明之一。

——约翰·沃尔夫冈·冯·歌德

会计是一种商务语言。想要对公司进行估值并成功进行长期投资的人，必须懂得这种语言，培育自己解读公司财报的能力。

会计的主要目的是量化企业的经营过程，并把它呈现给利益相关者——如股东、债权人、供应商、雇员和金融界。财务报表是这个量化过程的浓缩表现。它勾勒了公司的资产、负债、收入、利润和现金流等业绩指标。

借助公司业务活动背景，评估和解读这些数据，是估值过程的重要组成部分。因此，对估值企业有兴趣的人来说，必须逐渐夯实自己的估值基础，不断拓展对这种“商务语言”的理解能力，同时，在财报分析中，融入必要的定性因子。

乍一看，财报显示的是公司过去和现在的经营状况，但公司估值就是从这一点切入，试图借助从财报获取的数据，预期公司未来的发展及相关风险。

这一章会揭示现代财报的一些短板和局限。

就财务报表而言，它有一个与生俱来的不足：本质上，财务报表就是

一个纯粹的定量模型。因此，为了得到一个对未来比较靠谱的预测，好的财报分析不会被财报满身的定量色彩所迷惑，而会把定量的事实和定性的特色有机地结合起来。

本章内容主要涉及不同的会计制度、财报成分以及第一组关键财务比率的计算。第 2 章则是为下述两项财报导向型的工作奠定基础：基于比率的进一步分析以及相关的定性分析。

1.1 商业会计的重要性及其发展

当代会计准则的最初形态，产生于 1929 年证券市场崩盘之后，美国会计师协会特别委员会首次提出了一组公认会计准则。至 1939 年，为了建立一套连续可靠的会计标准体系，第一个会计程序委员会在美国诞生。

这组规范意在廓清彼时相当模糊且难以信任的会计规则，协助恢复人们对上市公司财报的信任感。在当今的美国，财务会计标准委员会（FASB）是制定主要会计准则的机构。而这组规范就是《美国公认会计准则》（US GAAP），美国证券交易委员会（SEC）条例辖下所有公司的会计标准都得遵循这组规范。

在大西洋的另一侧，始于 1973 年，欧盟开始协调成员国之间不同的会计规范。这个过程的最终结晶是《国际财务报告准则》（IFRS）的诞生。迄今为止，接受这个准则的国家和地区超过了 100 个，包括所有的欧盟成员国、中国香港、澳大利亚、俄罗斯、巴西和加拿大。

虽然在《美国公认会计准则》和《国际财务报告准则》之间尚有若干差异，但这两种制度都是建立在一组类似的原则之上，所以，大体上是一致的。经过多年全球范围会计准则的协调，我们期待着下一个关键里程碑：美国证券交易委员会全盘接受《国际财务报告准则》。

这个目标一旦实现，美国公司将会采用《国际财务报告准则》，从而实现多数发达国家会计标准的统一。这个目标最初计划在 2014 年之前完成，但可能需要更多时间。统一后，投资者就可以直接比较欧洲公司和美国公司之间的财务数据及相关比率，无须进行会计差异的调整。

像《美国公认会计准则》和《国际财务报告准则》融合这样的大型监管项目，极少有按事先计划完成的，所以，这本书的内容涵盖了这两种会计制度，呈现的公司案例既采用《美国公认会计准则》，也采用《国际财务报告准则》。

本书主要聚焦美国和英国的公司，但也考虑到新兴市场公司。之所以如此，是基于这样一种现实市场现象：广大投资者现在能够方便地在全球范围的资本市场上进行投资。

虽然美国和欧洲的会计体系大体上是一致的，但各自年报的外在表现不尽相同。就欧洲的年报和财报而言，其信息的表现方式和数量基本上没有限制，而美国公司则必须填写一张事先定义好的表格（俗称“10-K表”）——需要提交并存档于美国证券交易委员会（SEC）。要想在这种事先定义的表格上添加辅助的图标和数据，几乎没有可能性（而这些能为公司所处的市场和业务模式提供更进一步的信息）。

标准化的表现方式和表格的提交要求，主要归结于20世纪90年代末美国上市公司的会计丑闻——结果是政府通过了《萨班斯-奥克斯利法案》。作为这项立法的结果之一，上市公司的财务报表基本被标准化了，而且，还必须由公司管理层签署后，上交美国证券交易委员会。

从投资者的角度，这既带来了好处也捎带了坏处。一方面，美国式年报（10-K）的整体结构不错，布局清晰，但前提是读者必须习惯于布满整个报告的无数法律名词。不过，有关市场的信息或更多的行业数据，你几乎无法在这些报告里找到。相比照，欧洲的年报不仅提供了年度会计的基本成分，还包括了更多可以加深了解公司的数据。

不过，人们可以反驳说，通过美国式的年报，更易于对公司的业绩和前景形成真知灼见，而那些内含于欧式年报的额外信息和图标，可能潜藏着某些相关的暗示。同时，鉴于它宽松的规则，欧式年报（相较于美式年报）也显现出较低的可比性。美式年报（10-K）和季报（10-Q）可以方便地通过美国证券交易委员会官网获取，而欧洲公司的年报则必须直接从各自投资者关系网站得到。

说到这里，必须提及一个事实：通过美国证券交易委员会系统或电子化数据系统（EDGAR），获取10-K表和10-Q表的客户体验不是很好。有时候，检索公司年报更快的方式是，在搜索引擎里直接搜索关键词“公司名称+投资者关系”。

上市公司经常发布基于季度的中期报告，并在每个财年结束时发布内容更详细和涵盖更广的年度报告。较小的公司（股票交易于管理较松的市场）要履行的报告义务，通常不是那么严格。在这种情况下，发行人通常报告的次数要少一些，向公众披露的信息也会少一些。然而，无论报告义务的程度高低，这些公开资料通常是在报告季度或报告财年结束后的几个月发布，它们构成了财报分析的基础。

一般来说，上市公司都是一个关联集团，换言之，它是由一些单个公司组成的统

一集团。因而，合并财务报表通常是资产负债表分析的起点。合并账户与母公司独立账户的区别很重要，因为绝大多数欧洲公司在其年报里会公布这两个账户内容。

本质上，合并账户或合并报表表现的是作为单一经济体的那个集团的信息。所以，虽然大型企业是由全球范围很多分支机构组成，但合并报表使它们看起来好像只是一家公司（囊括了整个集团）。在把所有的附属企业和子公司的账户合并为一个集团账户时，集团单个公司之间的所有关联交易都被有效地剔除。

例如如果一家公司向集团的另一家附属公司发放一笔贷款，那么，它们就分别创造了一笔应收款和一笔负债。不过，在集团层面，这可视为一个无效事件，必须剔除。所以，对集团实际财务现状的表现，合并账户衡量的准确度，总会比分析单个集团成员账户，所产生的结果要好。

下述的例子显示了编制合并报表的必要性，以及为何分析一个集团内单个公司的报表，会导致不正确分析结果的原因。

例 1-1 合并报表：控股结构

下面是母公司的单独财报。现在，这里没有其他公司，只有母公司自己。因而，单独报表和合并报表都是一个且一样（见表 1-1）。

表 1-1 母公司综合的资产负债表 (单位：美元)

	资产		负债	
固定资产	100	股东权益	150	
应收账款	50	贷款	50	
金融资产	0			
现金	50			
总计	200	总计	200	

现在，母公司决定把其经营部门拆分为单独的业务单位，定名为“分公司”。新建立的“分公司”具有 100 美元的固定资产和来自母公司的 50 美元的贷款。母公司和分公司的资产负债看起来如同表 1-2 和表 1-3 那样。

表 1-2 母公司非合并的资产负债表 (单位：美元)

	资产		负债	
固定资产	0	股东权益	150	
应收账款	100	贷款	50	
金融资产	100			
现金	0			
总计	200	总计	200	