

初入证券市场系列(2)

如何选择和分析上市公司

中国证监会信息部 编

中国金融出版社

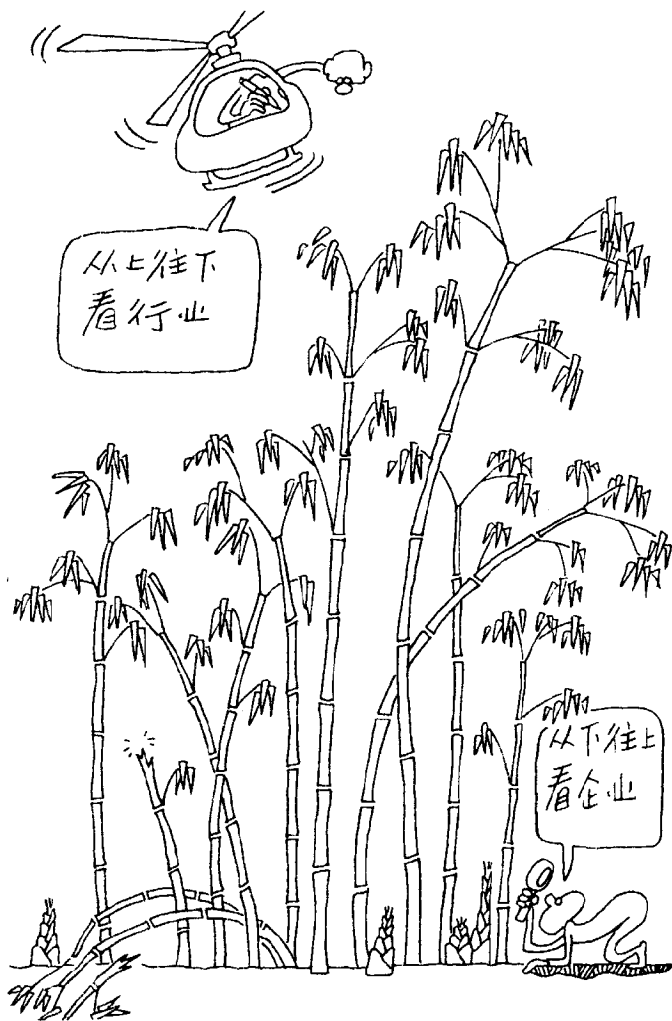
对公司进行分析的方法,一种是所谓从上到下法,而另一种则是从下到上法

一些分析人员认为,公司的经营业绩除了经营人员的水平、公司的实力外,很大程度上要受宏观经济与所处行业环境的影响。在一些新兴的朝阳行业中,市场前景广阔、市场容量大,即使是一些经营欠佳的公司,也有成功的机会。相反,在一些日趋没落的夕阳行业中,公司负责人即使有三头六臂,也难有所作为。因此,他们对公司的研究,首先是从分析宏观经济形势开始,研究目前的经济是处于什么阶段,根据对宏观形势的判断,决定是投资于股票、债券还是其他工具。

如果决定投资于股市的话,便要研究哪一些行业最有发展前途。行业就和人一样,都会经历一个生长、发展、成熟与衰退的过程。处于不同发展阶段的行业的发展潜力,当然是不同的。

随着社会经济的发展,新的市场需要不断被创造出来。为了满足这一需要,一个新的行业便诞生了。随着这一市场需要的扩大,相关的行业也逐步壮大起来。但市场需求不会无限制发展,到某一阶段后将逐渐趋于饱和,或者被新的需求所代替。相关的行业,便也开始衰退。因此,对行业的研究,事实上是对市场需求发展的研究。

一旦确定了理想的行业,接下来就是要选择该行业中



的最佳公司。这时候的工作,便是我们通常所说的公司分析。很多人以为,公司分析就是要有会计师的精明,数学家的脑子,将一大堆财务数据、指数翻来覆去地折腾,便可以得出结论。其实这是不全面的。

对公司进行分析,当然需要一定的财会知识,但这并不是最重要的,因为财务数据只能反映其过去的业绩如何,而我们要研究的是公司在未来的市场竞争中将会有什么表现。因此,我们看财务报表的目的不在于公司的财务数据“是”怎么样,而在于“为什么”会这样,由此判断公司的经营策略、管理水平,对公司未来的发展情况有所判断。

上述分析方法是从对宏观形势的研究入手,然后细分到行业,再落实到公司,因此称之为从上到下的分析方法。

而另一些分析人员认为,无论是在任何行业中,任何形势下,都会有好的公司与差的公司。即使是衰退性行业,可能由于市场萎缩,竞争者相应也减少了,结果幸存的公司日子反而比较好过。相反,在一些朝阳行业中,竞争者众多,可能公司的压力反而更大。

因此,对于这些分析人员来说,最重要的是找出哪些公司最具竞争力。他们并不首先考虑宏观环境、行业前景因素,而是首先以一系列他们认为可以反映公司竞争力的指标,比如销售额、净利润增长速度、净资产收益率等等,对所有公司进行筛选,选出一组符合要求的公司。在此基础上,再考虑各个公司所处的行业以及发展前景,从而决定投资的对象。最后再根据所处的宏观经济环境,决定投资的时机。该方法与前面提到的方法正好相反,其研究顺序是从公司到行业,再到宏观经济,所以称之为从下到上的方法。

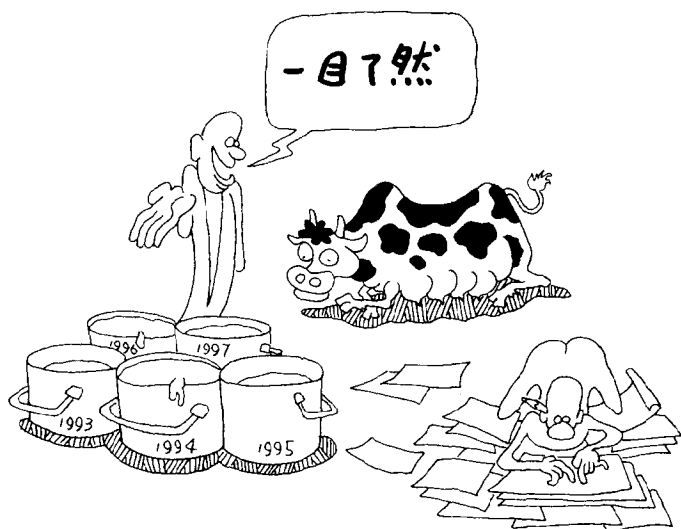
对一般投资者来说,以从上到下的方法分析较好

至于说到哪种方法更好,很难一概而论。美国两位著名的基金管理人,便是代表了这两种不同的方法。沃伦·巴菲特是从下到上分析法的典范,他的投资策略便是精选个股。而另一位著名基金管理人比特·林奇则是从上到下方法的贯彻者。当他看中某一行业后,他便把资金分散投资于行业中的所有公司。两人都成了证券投资界的佼佼者。不过,对一般投资者来说,以从上到下的方法分析比较好,因为具体的公司分析需要较强的专业知识,而宏观经济与行业的知识则可以更多地通过一般的媒体与自己的常识来判断。

考察每股收益历年的变化, 是研究公司经营业绩变化最简单明了的方法

在对公司的财务状况进行研究时,投资者最关心的一个数字是每股收益。每股收益是将公司的净利润除以公司的总股本,反映了公司每一股所具有的当前获利能力。考察每股收益历年的变化,是研究公司经营业绩变化最简单明了的方法。

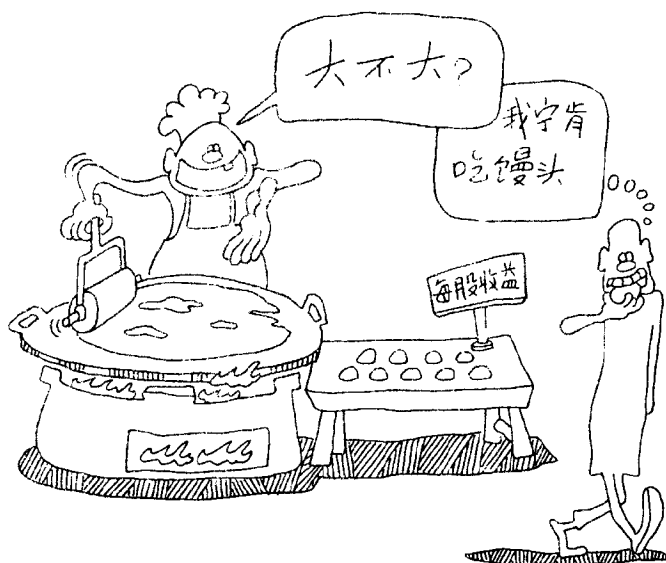
但是,有一点必须注意,公司财务报表上的净利润数



字,是根据一定的会计制度核算出来的,并不一定反映出公司实际的获利情况,采取不同的会计处理方法,可以取得不同的盈利数字。与其他国家会计制度比较,相对来说,我国会计制度核算出的净利润比采用国际通行的会计制度核算出来的盈利数字通常偏高。

投资者特别要留意,公司的应收帐款的变化情况是否与公司营业收入的变化相适应。如果应收帐款的增长速度大大超过收入的增长速度的话,很可能一部分已计入利润的收入最终将收不回来。这样的净利润数字当然要打折扣了。另外要注意,公司每年打入成本的固定资产折旧是否足够。如果这些资产的实际损耗与贬值的速度大于其折旧速度的话,当最终要对这些设备更新换代时,就要付出比预期更高的价格,这同样会减少当前实际的盈利数字。

在研究公司每股收益的变化时，还必须同时参照其净利润总值与总股本的变化情况



由于不少公司都有股本扩张的经历，因此还必须注意不同时期的每股收益数字的可比性。公司的净利润绝对值可能实际上是增长了，但由于有较大比例的送配股，分摊到每股的收益就变得较小，可能表现出减少的迹象。但如果以此便认为公司的业绩是衰退的话，显然是一种错觉。因此，在研究公司每股收益的变化时，还必须同时参照其净利润总值与总股本的变化情况。

如果每股收益用的都是同样的股本基数的话,这些数字应该是可比的。不过,对于有过大量配股的公司来说,要特别注意公司过去年度的每股收益是否被过度地摊薄,从而夸大了当前的增长程度。这是因为,过去公司是在一个比较小的资本基础上进行经营的,可以使用的资金相对目前比较少,而目前的经营业绩是在配股后较大的资本基础上进行的。如果仅仅从每股收益来看,目前的确有较大增长,但是这部分盈利可能并不是因为公司经营得当产生的,而仅仅是由于取得配股资金后,经营规模扩大造成的。比如,公司收购了一家公司,将该公司的利润纳入本期的报表中,就很容易地使得每股收益得到了增长。

大多数公司的经营在一年中都有周期性的变化, 使得中期业绩在全年的收益中比例不平衡

在阅读公司中期报表的每股收益时,要特别注意不应简单地把中期每股收益乘以二作为全年的每股收益。因为大多数公司的经营在一年中都有周期性的变化,公司的业务可能集中在上半年或下半年,使得中期业绩在全年的收益中比例不平衡。如果想通过中期业绩来预测全年的每股盈利的话,则以当前业绩相对上年同期业绩的增长率,乘以全年的全年业绩,可能更准确一些。当然,这是在假定公司下半年将保持上半年的增长速度的前提下进行的。

研究公司的市盈率， 应该结合公司业绩的增长情况

与每股收益一样受到投资者普遍关注的另一个数字是市盈率。市盈率是将每股价格除以每股收益。这一数字反映了市场价格相对其当前获利能力的比值，我们通常所说的股票价格“高”、价格“低”，主要便是对市盈率而言的。市盈率高，相对公司当前的获利能力，我们需付出较大的代价；市盈率低，说明我们所需付出的代价较小。

一般而言，市盈率较低的股票，其风险性相对较小，因为其价格有较高的获利能力的支撑。但是，仅仅依据市盈率的高低来买卖股票，未必是一个好方法。俗话说，“好货不便宜，便宜没好货”。一些股票的市盈率高，可能自有其高的原因。同样，另一些股票的市盈率低，也可能有其低的原因。

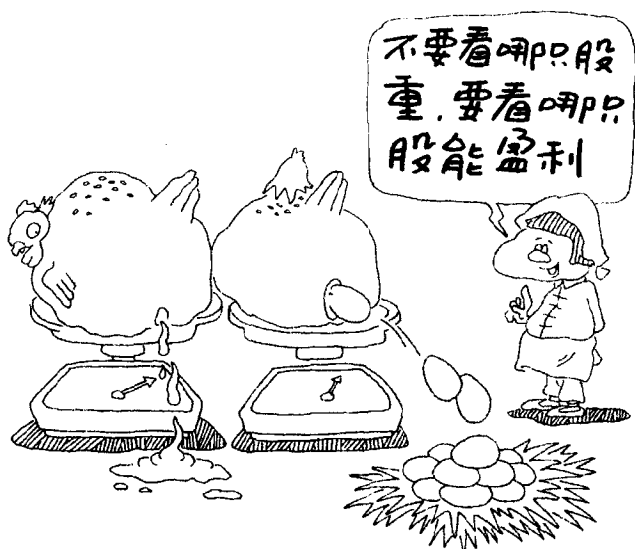
市盈率是相对公司已经实现的利润而言，而股票的价格是对公司未来业绩的预期。如果公司的业绩不断衰退的话，今天看来是低的市盈率，明天可能就显得高了。相反，今天看来是高的市盈率，如果公司的业绩可以有较大增长的话，明天就变得低了。因此，研究公司的市盈率，应该结合公司业绩的增长情况。一般而言，如果公司业绩的预期增长率要高于其市盈率的话，比如市盈率是 50，而年增长率是 60% 的话，即使市盈率的绝对值偏高，也是可以接受的。



在衡量某个股票的价值时，
每股收益比每股净资产一般要更有意义

除了每股收益与市盈率外，另外两个较常用的财务数字是每股净资产与净资产收益率。从理论上讲，净资产值反映了公司中属于股东的资产的价值，但实际上每股净资产一般并不是一个很好的衡量股票真实价值的指标。

财务报表是根据一定的财务准则而编制的，其中重要的一点便是所有资产必须以成本标价，因此，资产负债表



中的资产总计,并不能反映公司总资产当前的实际价值,甚至可能相差很大。在公司的招股说明书中,我们常会看到公司对其现有资产的重新评估,其数字通常都要超出报表上的数字很多。这主要是由于物价上涨后,早先购入的资产价值的上涨部分未能在报表中反映出来。报表上的资产总值既然不能反映其实际价值,由它减去负债后得出的净资产值当然也与其实际价值没什么关系了。

但是,即使你能够准确地估算出公司总资产的价值与负债的当前市场价值,并由此推算出公司的股东权益的净值,这也不能反映公司的实际价值。即使两家公司所拥有的设备、人员完全一样,由于经营的不同,其结果肯定是不一样的。所以,公司的价值主要是反映在它的盈利能力上面,

也就是说,通过拥有这些资产,并经过适当的经营,可以赚多少钱。而每股收益便是反映了这一情况。

由此可见,在衡量某个股票的价值时,每股收益比每股净资产一般要更有意义。由于公司经营太差,使得其资产的价值没有得到很好利用,即使股价跌到每股净资产值下面也不奇怪。不过,在这时候,对于有意取得公司控股权的投资者来说,每股净资产值便极有价值,因为他可以以较低的价格买入股票,然后改变其经营情况,使得原有资产得到更好的利用,这比他自己重新设立一家相类似的公司更便宜。

既然净资产值不能够准确地反映属于股东的净资产的实际价值,那么据此计算出来的净资产收益率也未必可靠了。比如,一些历史较久、固定资产较多的公司,其净资产收益率往往较高,这不一定是因为它经营得法,可能仅仅是因为它的净资产值被低估了。

净资产收益率的提高, 可以被视为资产运用效益的提高

不过,同一公司的资产价值没有被重新估值的情况下,净资产收益率的变化趋势还是有相当参考作用的。净资产收益率的提高,可以被视为资产运用效益的提高。对于通过配股而达到资本扩张的公司来说更是这样。

由于配股资金是最近才注入,利用这些资金取得的资产也是最近才从市场上买入,其成本应该还是比较准确地反映了当前的市场价值。公司过去的净资产值一般是被低估,而新增的净资产值较准确,从会计上计算出来的净资产收益率,相对原有资产部分的收益率较高,而相对新获得资产的收益率则较低。如果公司在配股后财务报表上的净资产收益率与上年同期保持不变,甚至有所增加的话,一般来说,公司的实际净资产利用率是提高了。

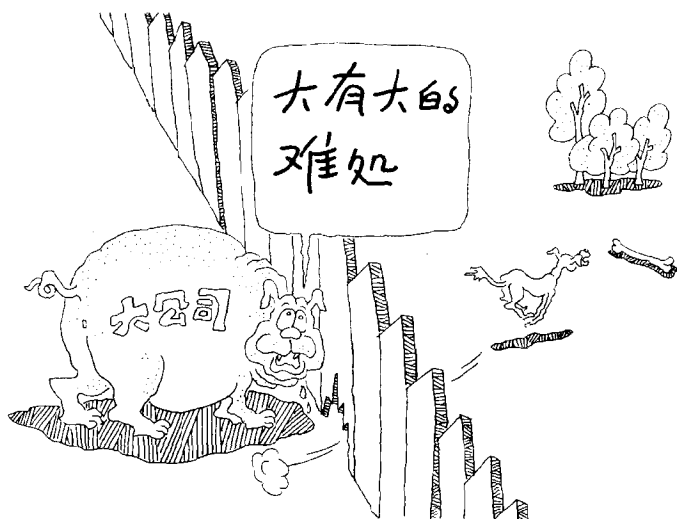
在具体选择股票时,不同的投资者会有不同的偏好。比较保守一点的投资者会偏向于一些市场规模较大、优势明显、利润收入较稳定的公司。而另一些比较积极、期望较高、风险承受能力也较强的投资者,则倾向于成长性好的股票。

规模大、业绩稳定的股票,也就是所谓的“蓝筹股”,由于这些公司在自己的行业领域内的龙头地位已经牢固确立,有实力与之竞争的对手不多。它可以有比较稳定的市场份额,价格竞争的压力也不大,可以保持较稳定的利润率。因此,这些公司的业绩水平比较稳定,相对而言,其风险比较小。

但是,投资于这些股票,也有其不利的一面。这些公司之所以有今天的地位,通常已经经过多年的奋斗,换句话说就是它所从事的行业已经是比较成熟,市场总需求增长的潜力已经不是很大。因此,业绩增长的速度可能比较慢。同时,由于这些公司的规模,其利润的绝对值比较大,哪怕有新的业绩增长,就好比一滴水落在大缸里,并不能明显地反映出来。从经营管理上讲,大公司、大机构往往会有机构臃

肿、对市场反应迟钝的缺点。

在投资于这类公司时,必须重点研究市场的变化与公司经营策略的变化这两方面因素。从外部环境来讲,主要是看该公司所从事行业的市场总需求的变化趋势怎样。由于市场趋于成熟,需求增长缓慢是很正常的,但至少不应该是处于萎缩的阶段中。比如说电视机,如果说目前市场需



求已趋于饱和,需求增长不大是很自然的,但至少随着人口的增多,更新换代的需要,仍然会有一定程度的稳步增长。相反,如果是仅仅生产黑白电视机的厂家,哪怕目前市场被它垄断,其前景也不容乐观,因为总需求将减少。

造成市场变化的原因,可能是因为顾客需求的变化(比如对服装品位的变化),也可能是因为技术进步的结果(如前面说的黑白电视机被彩色电视机所淘汰)。除此之外,政

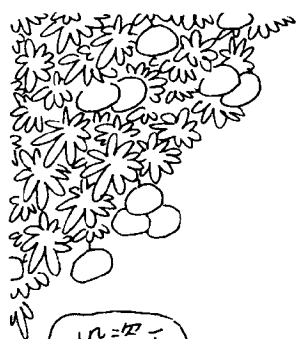
策的变化、新的强有力竞争者的参与,也会改变市场格局。如果市场环境变化不大的话,我们可以比较有把握地说,这些行业中的龙头公司的地位较稳定。相反,这些股票是否能够继续保持其龙头股的地位,就要看公司适应变化的能力以及所采取的对策了。

从公司内部情况来讲,特别要注意经营管理者两种极端表现。对于有些大公司来说,一种比较常见的毛病就是以老大自居,而不能及时适应市场的变化,结果逐渐被新的竞争对手所淘汰。这类公司的一个主要症状就是产品一成不变,市场份额逐渐被侵蚀,营业收入逐年下降。而另一个极端则是一些不甘寂寞的经营管理者,为了追求新的利润增长点,贸然介入自己原来并不熟悉的行业,其结果可能是最终血本无归。

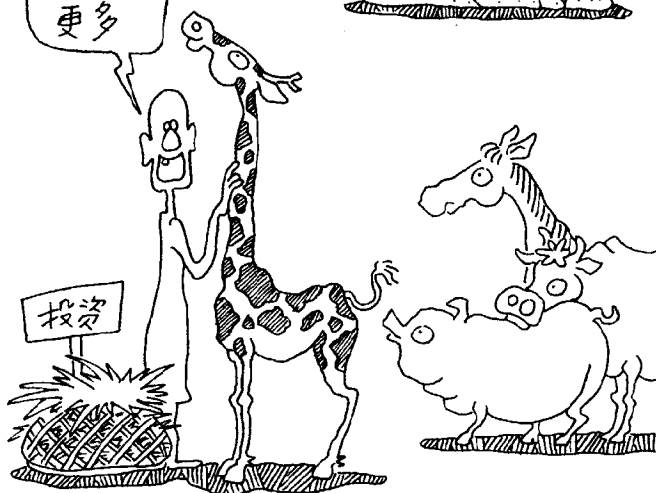
因此,投资于这些规模大、收入稳定的公司,必须特别注意公司的外部市场环境与公司内部的经营策略是否有实质性的变化。如果有的话,就要考虑这种变化对公司正常情况下的经营业绩会有怎样的影响。

在中国这样的新兴市场, 投资于高成长性的公司可能机会更多

由于中国市场经济的发展仅仅处于起步阶段,真正经



投资于
“高成长”
性的公
司机会
更多



历了市场竞争的考验、确立起市场龙头地位的公司并不多。大多数所谓龙头企业,也只是在某一个或几个地区有较大市场份额,真正在全国范围具有竞争优势的企业很少,更不用说国际市场竞争了,因此,一些所谓的龙头地位其实是并不牢固的。而且,中国市场的变化发展较快,潜力很大,今天的市场优势明天可能就不复存在了,可见在中国这样的新兴市场,投资于高成长性的公司可能机会更多。

一般来说,要判断股票是否能够保持高增长的势头,可以考察公司是否具有保证这样高增长的内外环境。

**除了看公司净利润的增长外,
还要看它的营业收入是否也有增长**

对于一般投资者来说,可以通过阅读公司年报,了解一些基本的信息。大家最关心的一个数字,就是公司的净利润是多少。我们说公司业绩好、增长性好,也就是说它的净利润增长快。但是,净利润增长可能是由于多种原因造成的,有些因素并不能保证公司可以有稳定的利润增长。因此,除了看公司净利润的增长外,还要看它的营业收入是否也有增长。