



热门文章

用多元线性

何加强会计

国外汇储备

间借贷利率

国衍生金融

章

章

品市场竞争

业银行走混

国存款保险

国创业板市

华夏并购案

[2008年8月]对电力企业的基本面分析与相对价值定价研究

【字体: 大 中 小】

作者: [李 皓 张 斌] 来源: [本站] 浏览:

电力行业是一个关乎国计民生的基础行业,随着我国经济的高速发展,电力需求状况依旧旺在2006~2007年发电企业迎来了增资扩容的高峰时期,总装机容量增长近20%。然而由于受内

一、发电企业的经营环境分析

发电企业通常分为三种类型:火力发电,水力发电和其他新能源发电。其中火力发电企业占多数。原因是相对于水力和新能源来说,火力发电机组装机容量巨大,不受地域和季节限制,国电力供应的主要来源。发电企业属于资本密集型,前期需要巨大的固定资本投入,规模效应递减的趋势。在国家关停小火电的政策下,大的发电企业不断的通过整合扩大装机

二、定价模型的概述

针对市场中容易获得的两个变量市净率、市盈率。这里选择相关的定价模型加以考察。其定都是依据公司的基本面信息,主要是财务报表数据。

(一) 剩余收益模型

所谓剩余收益是指公司的净利润与股东所要求的报酬之差。剩余收益的基本观点认为企业只超过股东要求的报酬的净利润,才算是获得了正的剩余收益;如果只能获得相当于股东要求利润,仅仅是实现了正常收益。其定价模型为:

$$P1 = B0 = \dots$$

其中: P1指股票内在价值。

PET指未来的剩余收益。(PET = (POCET - pE) × BT - 1)。

pE为股权资本成本。通常由CAPM模型所确定。

POCET权益净利率。

B0每股净资产。

将公式变形,则可以得到该企业的市净率模型: $\dots = 1 + \dots$

可看出,企业市净率由未来剩余收益的现值,企业自身每股净资产决定。而未来剩余收益的现值不取决于权益净利率超过股权资本成本的量决定。理论上来说,若果企业未来剩余收益很少,甚至没有剩余收益,其理论上的市净率应该接近于1。

(二) 超额收益增长模型

所谓超额收益增长,实质上就是剩余收益的增量,该模型强调了成长性,特别是具有价值的成长性才是股票内在价值的决定。因为,在投资的理念中,我们仅仅需要对带来价值增长的增长付费。而区分一般增长和带价值增长的变量就是超额收益增长。

$$P1 = \dots \times \text{Earn}0 + \dots$$

其中: Earn0为下一期的每股收益。

AEG1为超额收益增长。

将公式简单变形,即可得到市盈率模型: $\dots = \dots + \dots$

可看出,企业市盈率受到超额收益增长所决定,具有超额收益增长的企业将获得更高的市盈率。在理论,无超额收益增长的企业其理论上市益率为股权资本成本的倒数。

三、数据的实证研究

根据上面的两个模型,我们可以选择样本对发电企业的市盈率,市净率进行考察,筛选与之最相关的基本因素。并且可以考察两个模型当中谁更能刻画发电企业的状态。本文样本选择是43家国内的发电企业2007年的年报数据。各个变量中都存在着一些异常值,会对模型的建立产生不良影响。我们对这些异常值的处理方法是,计算出每个变量的平均值和标准差,并以平均值加减3个标准差为上下限,观测点数值超过上限的,其值被重置为上限值,低于下限的,其值被重置为下限值。其相对应的价格选取2008年5月第一个交易日收盘价。选取该时点价格原因由于由于公司年报通常在1~4月公布完毕。5月的价格已经包含了基本面因素对于价格走势的影响。纳入对市盈率,市净率分析的基本面指标分为

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell. Meet face-to-face with top investment experts. Acquire a global market perspective. Discover profitable investment insights... The WORLD MONEY SHOW. Using the Global Investment Community.

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell. Meet face-to-face with top investment experts. Acquire a global market perspective. Discover profitable investment insights... The WORLD MONEY SHOW. Using the Global Investment Community.

四类：收益类指标，增长类指标和 risk 类，和其他指标。为了能简要的刻画模型，每个类别仅仅选取少量的指标。收益类：股权收益率 (J)，销售净利率 (K)。增长类：主营业务收入增长率 (L)。风险类：公司值 (F)。其他指标：权益乘数 (M)，资产周转率 (N)，每股净资产 (H)。通过逐步回归的方式找出这一系列指标对于市盈率，市净率的影响状况。

拟和结果：
市盈率模型：

市盈率=301-155.79×β值-2.62×销售净利率+0.84×主营业务增长率-195×资产周转率

该回归模型的R平方值为24.66%，说明模型中的自变量的变动能够解释24.66%的市盈率的变动。整个模型的F值为3.11，概率小于0.05，表明模型中的自变量整体上与市盈率显著相关。模型的Durbin-Watson值为1.94，接近于2。由此判断，模型不存在自相关性的问题。

对模型是否存在多重共线性的检测。一般情况下，当一个回归方程存在多重共线性时，有若干个自变量所对应的方差扩大因子 (VIF) 会大于10。该模型的VIF值均在1左右，说明不存在多重共线性的问题。从模型拟合上看，其中公司相对风险的度量β值和资产周转率对于市盈率的影响较大，并呈负向关系，究其原因，公司β值 (F) 是刻画股权成本的核心指标，其大小将影响到折现率。是衡量风险大小的指标。通常具有较高股权成本的股票的价格都被赋予折价，因此市盈率负相关。资产周转率与市盈率负相关说明了市场对于周转率相对较快的发电企业赋予其较低的市盈率。而我们可以观察到销售净利率同样是负向关系。这个和市盈率模型是为未来超额收益的增长付费的思路一致。通常销售净利率和股权收益率很类似，具有较高的销售净利率则使企业能获得较高的股权收益率，两个指标都是评价企业内在价值的核心指标。并且权益净利率可以拆接为销售净利率和其他一些指标的乘积。销售净利率一定程度上可以等同于权益净利率，这个比例越高，将会导致市场预期这个比例不能够维持，则会

导致与市盈率反向。而当销售净利率很低，导致权益净利率小于等于股权成本时候，同样会导致市盈率反向。发电企业销售净利率对市盈率影响反向属于讨论的第二种情况。

从模型还可以看出，主营业务增长率和市盈率正相关，但是系数很小。按照前面的分析，发电企业的主营业务增长所带来的价值增长偏低。因此即使其对市盈率有影响，也比较微弱。

市净率模型：

市净率=7.19-0.94×每股净资产+0.13×权益收益率-4.69×资产周转率

该回归模型的R平方值为44.92%，说明模型中的自变量的变动的解释能力有所提高。整个模型的F值为10.5，概率小于0.001，表明模型中的自变量整体上与市净率显著相关。模型的Durbin-Watson值为1.74，接近于2。由此判断，模型不存在自相关性的问题。并且通过对模型的检验不存在自相关多重共线性等问题。从模型可以看出，对于市净率影响最大的因素是资产周转率，其次是每股净资产，均为负相关。而模型中得到权益净利率与市净率正相关，与市净率模型思路一致。市净率考察的是剩余收益，权益净利率越高则剩余收益越高，导致被赋予较高的市净率。

从模型整体的效果看，发电企业的股权价值估计应用市净率要优于市盈率。这是发电企业自身特质所决定。发电企业由于本身盈利能力偏低，导致其权益回报率与资本成本之间的差额相对很低。市场对于其剩余收益和超额增长预期较低。因此市场对其赋予较低的相对价值，市净率模型更加贴近现实。按照发电企业净资产对其进行估价，可以避免对其价值进行高估。据统计，截止到今年7月，样本内多家公司市净率为1.5左右，股价接近净值。正是对市净率模型的肯定。当然，公司的相对价值比率受到更多因素的影响，如公司股权治理结构，整个市场的估值状态等。因此在实务中，应该具体的去研究公司基本面数据而非简单的套用模型。模型仅仅去揭示对其影响较大的因素，而股权定价是一门艺术，需要作更加细致耐心的工作。只有谨慎的去衡量每一个有价值的指标，对风险和收益有着准确的把握，才能真正地去认识所研究的企业并获得较准确的价值评估。

参考文献：

【1】瑞利 《投资分析与投资组合管理》 辽宁教育出版社 2005 8 1

【2】霍文文 《证券投资学》 上海三联书店 2003 3 2

(作者系西南财经大学金融学院研究生)

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

正在读取...



笔名：



评论：

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例：

- 尊重网上道德，遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融   2.0

POWERED BY


EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格：经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦