

文化创意企业股票估值:以皖新传媒为例

甄兆静 敖诗文

(天津工业大学管理学院 天津 300387)

【摘要】 本文通过分析文化创意企业的特质,找出了适合文化创意企业的股票价值评估方法,并以皖新传媒为例通过线性回归模型预测出每股收益和修正的市盈率估值法,评估出企业的股票价值,为企业投资者决策提供帮助。

【关键词】 文化创意 股票价值评估 修正市盈率

文化创意企业对于提升区域经济发展水平、优化产业结构具有不可低估的作用,但是由于文化创意企业本身的特点以及我国当前在股票价值评估方面存在的诸多问题,使得文化创意企业的价值评估比较困难,直接影响了文化创意企业的投资和融资等行为,导致投资者望而却步。有鉴于此,笔者以皖新传媒为例,采用市盈率相对估值法为文化创意企业股票估值提供一种思路。

一、文化创意企业的特质分析

文化创意产业随着经济水平的不断提高和分工的日益细化逐步成为国民经济中的支柱产业,但文化创意企业股票价值评估一直比较困难,主要原因是其显著的行业特质。

简化行政许可程序,缩小内幕信息的知情范围,避免非必要人员接触内幕信息,落实内幕信息知情人的登记制度,做好信息保密工作。并购过程中,并购双方都应及时披露与并购相关的重要信息,保证信息的对称性。

其次,建立内幕交易预警机制,完善内幕交易监控系统,及时发现并处置内幕交易行为。证监会和证券交易所应该引进先进的监控技术,建立一整套预警机制,对证券市场中的异常证券账户、异常股价波动以及异常交易量进行监控,一旦发现涉嫌内幕交易的行为应及时制止并进行查处,避免并购重组成为股价操纵、牟取暴利的工具。

再次,加大内幕交易的处罚力度。从以往证监会查处的内幕交易案例来看,我国对内幕交易行为的处罚力度相对较轻,往往以没收违法所得和罚款为主。正是由于我国内幕交易的违法成本较低、内幕交易者所获取的超额收益远远高于其违法成本,所以内幕信息知情人往往会铤而走险,造成了内幕交易的普遍存在。针对这种情况,相关部门应加大惩处力度,以起到震慑作用,从而减少内幕交易。

最后,加强投资者教育,提高投资者素质。通过报纸、网络等多种渠道和形式展开宣传,使广大股民意识到内幕交易的危害和后果,杜绝其参与内幕交易的侥幸心理。同时加强投资

1. 文化创意企业具有创新性。创新是文化创意企业的本质特征。文化创意企业依赖的是文化资源与其他生产要素的紧密结合,是一种文化、科技与经济互相渗透、互相交融、互为条件、优化发展的经济模式。其创新性主要是指在文化产品的生产和营销过程中,独具特色的文化创意贯穿始终。在文化创意产业中,人力资本是核心的驱动要素,创新成为第一生产力和经济发展的主导力量。文化创意企业的创新性,使得投资者难以总结出其经营规律。

2. 文化创意企业具有高风险性。文化创意企业生产的产品是富于精神性、文化性、娱乐性的产品。随着人们文化生活水平的提高,对精神产品的需求在总体上日益提升,需求量越

者的识别能力,提高其防控意识,以免其他内幕信息知情人侵占其权益,共同建立公平有序的证券市场。

主要参考文献

1. Bris A, Do Insider Trading Laws Work? European Financial Management, 2005; 3
2. Bhattacharya U, H. Daouk, B. Jorgenson and C. Kehr. When an Event is not an Event: the Curious Case of an Emerging Market. Journal of Financial Economics, 2000; 55
3. Se -Jin Min. The Effectiveness of the Insider -Trading Sanctions in the 1980's - The Case of Mergers and Acquisitions. University of California, Los Angeles, 2003
4. Keown, A.J. and Pinkerton, J. M. Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. The Journal of Finance, 1981; 36
5. 晏艳阳, 赵大玮. 我国股权分置改革中内幕交易的实证研究. 金融研究, 2006; 4
6. 史永东, 蒋贤锋. 内幕交易、股价波动与信息不对称: 基于中国股票市场的经验研究. 世界经济, 2004; 12
7. 祝红梅. 资产重组中的内幕交易和股价操纵行为研究. 南开经济研究, 2003; 5

来越大,这是文化创意产业发展的根本动力。但是对于每一个具体的产品如电影、电视剧、广告片、动漫、网络游戏来说,这种需求又有很大的不确定性。

每一种创意产品对于消费者来说,存在着时尚潮流、个人嗜好、社会环境、文化差异、地域特色等诸多不确定因素,因而增加了文化创意产品的风险,以此来看,文化创意产业无疑是风险产业,以知识创新与高科技为支持体系,具有高收益、高回报、高增长潜力、高风险的特性。

3. 文化创意企业发展具有不成熟性。21世纪之后,文化创意产业的发展十分迅猛。同时文化创意的产业属性越来越显著,文化与创意不断助推生产力的发展。同时也应看到,我国的文化创意企业处于起步阶段,面临着市场不成熟、配套措施不健全、需求不稳定、产业链不完善的风险。一方面,这从一定程度上制约了创意产业的发展和人们对创意产业的信心,从而极大地抑制了资金特别是银行资金流入该产业领域;另一方面,这使得投资者对其价值评估操作难度加大,难以根据历史经营找到可循的规律。

本文以传播、文化这一文化创意产业的代表行业为研究对象,其所属于行业主要包括广播电视、报纸、杂志以及网络等新兴媒体。

二、基于市盈率相对价值法的皖新传媒价值评估

1. 研究设计。本文以上市公司皖新传媒为例,运用市盈率相对估值法对该公司股票内在价值进行评估。数据来源于谷歌财经数据网、东方财富数据网、上海证券交易所以及深圳证券交易所发布的上市公司年度定期公告,依据证监会的行业分类,选取了文化创意企业中“传播、文化”这一代表性行业的35家公司数据来计算这个行业的平均市盈率作比较,又通过比较分析,选取了三家与皖新传媒相似的企业,作为可比公司数据,分别运用静态和修正的市盈率估值法对皖新传媒股票价值进行评估。

2. 可比公司选择。本文分析皖新传媒2012年股票的内在价值,在估值时分别运用皖新传媒所在行业的平均市盈率和皖新传媒相似可比公司的平均市盈率为基础进行估值。皖新传媒所属文化、传媒行业共选择35家公司作为行业分析的基础,其中与皖新传媒具有相近业务类型的相似公司共六家,包括:新华传媒、长江传媒、时代出版、中南传媒、粤传媒、凤凰传媒。这六家中由于中南传媒和粤传媒与目标公司的资产规模和营业总额相差较大,凤凰传媒2011年末才上市,查不到相关数据,因此本文选择时代传媒、新华传媒、长江传媒三家公司作为相似公司进行分析,如表1所示。

皖新传媒前身为安徽新华发行集团有限公司,于2002年成立,2010年1月18日上市。目前其注册资本为9.1亿元,主要经营图书、电子出版、音像制品、广告业务等,总资产为52.69亿元,营业收入为16.26亿元。由于皖新传媒上市时间较短,投资者利用公告的数据很难精确预测其价值,所以采用相对价值法估值更加简便、合理。

表1 相似可比公司概况简介

股票代码	股票简称	总资产(亿元)	营业收入(亿元)	上市时间	主营业务
601801	皖新传媒	52.7	16.3	2010-1-18	图书和电子出版物发行、音像出版、广告传播等
600551	时代出版	41.5	14.3	2002-8-21	图书和电子媒介出版物的制作、媒介广告等
600757	长江传媒	41.9	14.9	1996-10-3	图书和电子出版物发行等
600825	新华传媒	53.8	8.13	1994-2-4	图书和电子出版物的批发等

3. 市盈率的计算。市盈率指标为衡量股票投资价值的重要指标,投资者通常利用该比例值估量某股票的投资价值,其计算公式为:市盈率=每股价格/每股收益。可比公司平均市盈率是通过相似可比的三家同行业文化创意企业的市盈率,以各股流通总市值除以三家公司的总市值得出的权重加权平均计算得出。

整个行业平均市盈率是通过传播、文化行业的35家公司市盈率,以各股流通总市值除以这个行业的总市值得出的权重加权平均计算得出。其中,2011年12月31日的市盈率也可以通过查询得出。

4. 运用静态市盈率估值法对目标公司进行估值。静态市盈率估值法下目标公司股票价值等于上年末平均市盈率乘以上年度目标公司每股收益计算得到。在估计皖新传媒2012年股票内在价值时,运用2011年该公司的每股收益分别乘以2011年行业平均市盈率和可比公司平均市盈率得出皖新传媒的股票价值。

上年末的各股市盈率和整个行业的平均市盈率查询可以得到,可比公司平均市盈率利用已知数据可以加权平均计算得出。利用上年末可比公司平均市盈率计算得出的皖新传媒的股票价值为11.9元,利用上年末行业平均市盈率计算得出的皖新传媒的股票价值为12.35元,具体计算过程见表2。

表2 皖新传媒静态市盈率估值计算表

①2011年末可比公司市盈率		②2011年末行业平均市盈率	③2011年皖新传媒每股收益	皖新传媒估值		
股票简称	2011年末市盈率	权重	28.07	0.44元/股	行业平均市盈率估值	可比公司市盈率估值
					④=③×②	⑤=③×①
时代出版	21.80	22.00%			12.35元	11.9元
长江传媒	17.11	24.75%				
新华传媒	33.82	53.24%				
加权平均市盈率27.04						

静态估值方法虽然简便易行,但是需要注意静态市盈率估值方法是假设上期的收益和上期的平均市盈率可以延续到本期,但由于市场的变化上期的收益很可能会和本期的收益有较大的出入,由此计算出来股票价值指导性差,毕竟过去的并不能充分说明未来,而投资者投资股票更多的是看未来,应综合考虑近期的变化。

因此,应用修正的研究方法更加科学,于是本文提出修正的市盈率估值方法对皖新传媒进行估值,该方法注重近期的数据研究,使估值更能反映企业的实际情况,从而也就更能反映目标公司股票的内在价值。

5. 运用修正的市盈率估值方法对目标公司进行估值。修正的市盈率估值方法不仅考虑上期的市盈率,而且考虑近期的市盈率;同时利用线性回归模型预测近期的每股收益。这种修正的市盈率估值方法使得预测的股票价值更加准确,具体步骤如下:

(1)利用一元回归模型对每股收益进行预测,回归模型为:

$$Y=ax+b$$

其中:x代表中期的每股收益,Y代表全年的每股收益。

通过传播、文化行业2011年中期的每股收益与2011年全年的每股收益进行回归分析,得出中期与全年每股收益的关系,从而可以利用2012年中期的每股收益预测2012年全年的每股收益。样本数据中,剔除了2012年上市,没有披露出2011年年末市盈率的公司,最后剩下30家企业。回归分析结果见表3:

模型因变量:Y	系数		t	Sig.
	B	标准误差		
(常量)	0.179	0.057	3.162	0.004
x	1.317	0.172	7.672	0.000

通过表3可以看出sig值小于0.05,模型通过检验,得到模型:Y=0.179+1.317x。

通过这一模型可以利用2012年中期数据预测出2012年全年传播、文化行业35家企业各股的每股收益,得到皖新传媒2012年全年预计每股收益为0.508元/股。

(2)计算2012年中期行业平均市盈率和可比公司平均市盈率。利用2012年中期期末的股价以及回归模型预测出的2012年全年各股每股收益,计算2012年中期的各股市盈率,再以各股流通总市值占总市值的权重加权平均计算出2012年中期的可比公司平均市盈率和行业平均市盈率,具体计算见表4。

表4 皖新传媒修正市盈率估值计算表

股票简称	①可比公司修正市盈率		②行业修正市盈率		③2012年皖新传媒预计每股收益	皖新传媒估值	
	2011年末市盈率	2012年中期市盈率	2011年末市盈率	2012年中期市盈率		行业平均市盈率估值 ④=③×②	可比公司市盈率估值 ⑤=③×①
时代出版	21.80	17.57	28.07	27.04	0.508元/股	13.95元	11.75元
长江传媒	17.11	17.67					
新华传媒	33.82	22.79					
平均市盈率	27.04	20.51					
权数	40%	60%					
修正市盈率	23.12		27.45				

(3)计算修正平均市盈率。对2011年末和2012年中期的可比公司平均市盈率和行业平均市盈率分别以时间前后为标准赋予40%、60%的权重,可计算得出2012年可比公司平均市盈率和2012年行业平均市盈率的预测值,计算结果见表4。

(4)预测目标公司股票价值。以皖新传媒2012年预计每股收益分别乘以修正的2012年可比公司平均市盈率和行业平均市盈率的预测值得出2012年皖新传媒的股票估值分别为11.75元和13.95元。

三、结果分析

通过股票价格查询计算得出从2012年年初到2012年9月30日皖新传媒平均股价为11.58元,可以看出运用可比公司平均市盈率估值方法较运用行业平均市盈率估值方法而言,准确程度更高。这是由于文化传媒行业内包含的公司经营范围较皖新传媒的业务范围要广,不仅有出版业,还有广播电视业、软件服务业、影视制作业、动漫制作业、摄影服务业等,因此运用全行业的平均市盈率对目标公司进行估值,其准确性相对较差。

在运用可比公司平均市盈率估值方法时修正的市盈率估值方法较静态估值方法更加科学,因为它综合考虑了近期数据和远期数据对估值结果的影响,更能体现目标公司股票的内在价值,有利于投资者采取正确的投资决策。本文在运用修正的市盈率估值方法时选取的是2012年中期报告数据,实际上还可以随时采用该方法进行估值,使投资者能够及时准确地评估目标公司的价值并作出相应的决策。

本文的不足之处在于,作为可比公司的样本数据太少,客观原因在于已上市的文化创意公司数量不多,上市时间较短,所以样本数据采取受到限制,随着未来文化创意产业的蓬勃发展,可选取的可比公司数量肯定会有所增加,使得估值结果更加可靠。

综上所述,可以发现修正的平均市盈率相对估值法对于文化创意企业的估值,有着简单直观、计算方便的特点,粗略计算时可以选用行业修正市盈率进行股票估值,详细计算时选用可比公司的修正市盈率进行估值更加可靠。随着文化创意企业的逐渐成熟,修正的可比公司市盈率估值方法可供选择的可比公司数量会逐渐增多,特征上会更加接近,计算出的股票价值会更加准确,对于投资者的指导性更强。

【注】本文系国家自然科学基金项目(编号:12BGL039)和教育部人文社会科学研究规划基金项目(编号:11YJA630142)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 廖永平. 对利用市盈率估值法的思考——寻找一个适合普通投资者的估值方法. 新西部, 2010; 10
2. 梧村垌, 吴琼. 文化创意产业概论. 北京: 中国经济出版社, 2010
3. 魏鹏举. 文化创意产业导论. 北京: 中国人民大学出版社, 2010