

学校编码: 10384

学 号: 200415196



分类号 _____ 密级 _____

UDC _____

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

金地集团股票估值
—自由现金流量折现法

The Valuation on Gemdale Corporation's Stock
—The Discounted Free Cash Flow Approach

吴 文

指导教师姓名: 戴亦一教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2008年10月

论文答辩时间: 2008年11月

学位授予日期: 2008年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008年10月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

2005年5月我国对上市公司正式实施股权分置改革,从而使得中国资本市场历史遗留的制度性缺陷得到了基本的解决,为中国证券市场长期健康稳定发展打下了坚实的基础。目前,股权分置改革已接近尾声,中国的证券市场价值投资的功能得以逐步实现。但中国证券市场仍很不成熟,特别是股权分置改革开始后的三年股票指数暴涨暴跌,投资者损失巨大。面对中国证券市场的现状,为取得合理的投资回报,投资者应树立价值投资的理念,注重上市公司的基本面和成长性的分析,从而进行理性投资。

在中国经济持续快速稳健发展、城市化进程不断深化和人民币升值的背景下,中国的房地产行业发展前景广阔。本文分析在上海证券交易所上市的金地(集团)股份有限公司(600383,SH)的投资价值,并对该公司的股票价格进行初步的估值。

全文共分为五个部分。第一部分是绪论,提出了本文的选题背景、研究内容、方法和意义;第二部分分别介绍了价值投资理论、企业价值评估理论和企业价值评估的现金流量折现法,为本文的理论基础;第三部分采用先外后内的方法,分别对宏观经济、房地产行业和金地集团进行分析,重点分析了金地集团的赢利能力和经营风险。第四部分以金地集团的历史经营绩效为基础,并估计了金地集团未来经营的几个关键指标,利用自由现金流量折现法对金地集团股票进行估值。第五部分是结语,以金地集团投资价值的分析结果出发,提出投资者应进一步树立投资于成长型上市公司的投资理念,从而分享中国经济快速稳健成长带来的经济成果。

关键词: 价值投资; 自由现金流; 折现法

ABSTRACT

In May 2005, China's listed companies started the share-trading reform, which basically solved the systemic defect in the China's capital market, and laid a solid foundation for the long-term, healthy and stable development of the China's securities market. Now, China's share-trading reform is nearing completion. The function of value investment in China's securities market began to achieve gradually. But China's securities market is still immature. After the share-trading reform, the stock index soar and plummet deeply in the past three years, speculators loss a lot. In order to make a reasonable return in China's 'immature' securities market, investor's shall establish the concept of the value investment, which focus on the company's fundamental and future growth, and make rational investment.

In the context of the sustained, rapid and sound development of the Chinese economy, the deepen process of urbanization and the appreciation of the RMB, the real estate developments in China have broad prospects. This thesis analyses the investment value of Gemdale corporation (600383, SH), and make an initial valuation on its share.

This thesis is comprised of five portions. The first part is introduction, explaining the background, content, methods, and meaning of this thesis. The second part introduces the theory of investment value, the assessment of the enterprise's value theory and the discounted cash flow method of the enterprise's value respectively, which constitutes the theoretical basis of this thesis. The third part analysis the macroeconomics, the real estate industry and the Gemdale corporation respectively, mainly focus on the Gemdale corporation's profitability and business risk. Based on the Gemdale corporation's historical operating performance, and estimate some key operational indicators of corporation's future operations, the forth part estimates the stock valuation of Gemdale corporation through the discounted free cash flow approach. The fifth part is closing mark, which point out that investors shall establish the concept of invest in the high growth company, so as to share the fruits of the sustained, rapid and sound development of the Chinese economy.

Key Words: Value Investment; Free Cash Flow; Discount Method

目 录

第一章 绪论	<u>1</u>
第一节 选题背景和意义.....	1
第二节 研究内容和结构框架.....	2
第二章 价值投资和企业价值评估.....	4
第一节 股票投资理论简介.....	4
第二节 价值投资理论简介.....	5
第三节 企业价值评估理论概述.....	10
第四节 企业价值评估的自由现金流量折现法.....	13
第三章 金地集团投资价值分析	<u>18</u>
第一节 宏观经济分析.....	<u>18</u>
第二节 房地产行业特点	24
第三节 金地集团财务指标和盈利能力分析.....	27
第四节 金地集团经营风险分析.....	32
第四章 金地集团股票估值	42
第一节 金地集团历史绩效分析.....	42
第二节 金地集团股票估值.....	47
结 语.....	58
参考文献.....	59
致 谢.....	61

CONTENTS

Chapter 1	Introduction.....	<u>1</u>
Section 1	The motivation and significance of the research	<u>1</u>
Section 2	The contents and the frame of the reserch	2
Chapter 2	Value investment and enterprise valuation theory.....	4
Section 1	The introduction of the stock investment theory	4
Section 2	The introduction of the value investment	5
<u>Section 3</u>	<u>The summary of the entrepreneur valuation theory</u>	<u>10</u>
Section 4	The free cash discounted method of the entrepreneur valuation	13
<u>Chapter 3</u>	<u>Investment value analysis of Gemdale corporation</u>	<u>18</u>
Section 1	Macroeconomic Analysis.....	<u>18</u>
<u>Section 2</u>	<u>The characteristics of real estate industry.....</u>	<u>24</u>
Section 3	The analysis of financial ratios and earning abilities of Gemdale corporation	27
<u>Section 4</u>	<u>The operation risks of Gemdale corporation</u>	<u>32</u>
<u>Chapter 4</u>	<u>The stock valuation of Gemdale corportion.....</u>	<u>42</u>
Section 1	The Performance History analysis of Gemdale corporation.....	42
<u>Section 2</u>	<u>The stock valuation of Gemdale corporation.....</u>	<u>47</u>
Conclusion	58
References	59
Acknowledgement	61

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

第一节 选题背景和意义

2005年5月我国对在上海和深圳证券交易所上市的股份公司正式实施股权分置改革,实现了上市公司股份逐步全流通,从而使得中国资本市场历史遗留的制度性缺陷得到了基本的解决,为中国证券市场长期健康稳定发展打下了坚实的基础。随着股权分置改革的积极推进,有利于证券市场健康发展的新机制正在形成;随着各方面对提高上市公司质量的重视,上市公司规范运作的环境日渐向好;随着新《证券法》和《公司法》的实施,资本市场改革和创新有了更完备的保障。这些内在因素为改善资本市场结构,提高市场运行质量和效率,全面发挥资本市场功能,奠定了坚实的基础。^①

随着中国资本市场改革的不断深入,股权分置改革已接近尾声,但中国的证券市场仍很不成熟。自2005年5月股权分置改革开始实施起,上海证券交易所综合股票指数由2005年6月6日最低的998.23点上涨到2007年10月16日最高的6124.04点,近两年半的涨幅高达513.5%。而后上证综指又从2007年10月16日最高的6124.04点下跌到2008年10月27日最低的1721.60点,近一年指数的跌幅高达71.9%,目前仍保持着下跌的趋势。近三年股票市场的暴涨暴跌使得广大的投资者损失巨大。

根据目前中国证券市场的现状,投资者必须树立正确的投资理念。发达国家的证券市场经过上百年的发展,形成了多种证券投资理论,并出现了投资业绩高于市场平均水平的投资基金,奉行价值投资理论的沃伦·巴菲特管理的伯克希尔·哈撒韦(Berkshire Hathaway)公司就是其中的代表之一。从1965年到1997年,该公司的每股帐面价值以年平均24.9%的速度增长,几乎是标准普尔500综合指数涨幅的两倍。^②因此,投资者要想取得理想的投资回报,可以借鉴沃伦·巴菲特的价值投资的理念,注重分析上市公司的基本面、赢利能力和成长性,对上市公司的股票进行合理的估值,在有明显的“安全边际”的时机介入市场,在价

^① 证监会.股改取得重大进展 做好新老划断配套安排[EB].

http://news.xinhuanet.com/stock/2006-04/29/content_4490328_1.htm, 2006-04-29

^② (美)罗伯特·哈格斯特朗著,江春译.沃伦·巴菲特的投资组合[M].北京:机械工业出版社,2000:65-69

格大大超过合理估值的时机出售，进行价值投资。

在中国经济持续快速增长、城市化进程不断深化和人民币升值的背景下，中国的房地产行业发展前景广阔。房地产行业的上市公司已成为投资者取得良好投资回报的重要投资对象。房地产行业是资本密集的行业，作为房地产板块的领头羊—保（利）招（商）万（科）金（地）等房地产上市公司，以其庞大的土地储备、良好的品牌效应、规范的市场运营和非上市公司不能比拟的融资优势，具有较强的竞争能力，正逐渐成为房地产行业资源整合的龙头企业，具有较好的投资价值。

本文分析在上海证券交易所上市的金地（集团）股份有限公司（600383，SH）的投资价值，重点分析了该公司的长期投资价值和经营风险，并利用自由现金流量折现法对金地集团股票进行估值，进一步树立投资于成长型公司的投资理念，从而分享中国经济快速稳健成长带来的经济成果，取得理想的投资回报。

第二节 研究内容和结构框架

本文首先简单介绍股票投资理论，重点介绍价值投资理论和企业价值评估理论，作为本文的理论基础。而后采用先外后内法，分别具体分析宏观经济、房地产行业和金地集团，对金地集团 2005 年-2007 年经营业绩以及公司的经营风险进行详细的分析，初步揭示金地集团的投资价值。

全流通背景下的证券市场的股票价格，进一步适用成熟市场下的估值模型所进行的估值分析，本文以企业价值评估理论为基础，重点运用自由现金流量折现法和两阶段增长模型，在对金地集团关键的指标进行合理的预测和估计的基础上，对该公司进行价值评估，对金地集团的股票进行估值，从而进一步揭示金地集团的投资价值。

本文的写作框架如下：正文的第一部分是绪论，提出了本文的选题背景、研究内容、方法和结构框架；第二部分分别介绍了价值投资理论、企业价值评估理论和企业价值评估的现金流量折现法，为本文的理论基础；第三部分采用由外而内的方法，分别对宏观经济、房地产行业和金地集团进行分析，重点分析了金地集团的赢利能力和经营风险。第四部分以金地集团的历史经营绩效为基础，并估

计了金地集团未来经营的几个关键指标，利用自由现金流量折现法对金地集团股票进行估值，并对估值的结果和近两年金地集团股票的走势做了简单的分析。第五部分是结语，以金地集团投资价值的分析结果出发，提出投资者应进一步树立投资于成长型上市公司的投资理念，从而分享中国经济快速稳健成长带来的经济成果，并指出了本文的不足之处。

厦门大学博硕士论文摘要库

第二章 价值投资和企业价值评估

第一节 股票投资理论简介

证券市场成立以来，出现了各种指导股票买卖获利的投资理论。股票投资分析方法、理论主要有四大流派：技术分析流派、基本分析流派、学术分析流派和心理分析流派。^①

技术分析流派认为，任何能对市场产生影响的信息，其影响都立即反映到市场价格中，市场永远是对的。同时市场的历史信息包含有对市场未来趋势的提示。投资者可以根据对过去市场的分析得出未来市场运动趋势的某种预期。经过长期发展和演变，技术分析流派又形成众多的门类，主要有：道氏理论、艾略特波浪理论、江恩理论等。

基本分析流派，就是分析上市公司的基本面，从而决定股票的买进或是卖出。基本分析法一般采用从上而下的分析框架，即首先进行政治分析，然后进行经济形势分析、行业分析，在此基础上深入研究上市公司，以综合判断股票的投资价值与买卖时机。基本分析流派又可分为价值投资法和增长投资法。信奉价值投资法的投资者认为，每一种股票都有某种称为“内在价值”的稳固基点，可以通过仔细分析公司的现状和预测未来而确定股票的内在价值。当市场价格低于（或高于）这一内在价值时，就会出现买进（或卖出）机会，因为市场终究会纠正价格对内在价值的偏离股票。增长投资法把重点放在分析公司的技术创新能力和管理创新能力上，试图判断哪些公司将来会取得持续稳定地增长。

学术分析流派又称为现代投资理论，可分为投资组合理论、有效市场理论和期权定价理论。投资组合理论认为股票市场价格能迅速准确地反映个股和总体经济的信息，因此不管是技术分析还是基本分析都不能胜过买入持有各类证券的投资组合，因为投资组合可以有效降低投资风险，而风险的衡量标准就是 β 值（个股或投资组合相对市场总体的价格波动幅度）。有效市场理论认为，当证券价格能够充分地反映投资者可以获得的信息时，证券市场就是有效市场。在有效市场中，无论选择何种证券，投资者只能获得与投资风险相当的正常收益率。期权定

^①刘焯松.股票投资理论与评述 [J]. 上海经济研究, 2003, (2): 70-74.

价理论则主要研究期权的定价。

心理分析流派认为，市场心理因素即使不是影响股票市场的最主要因素，至少也是影响股票市场的主要因素之一。1936年，著名的股票投资家凯恩斯提出了“空中楼阁理论”。空中楼阁理论认为股票价格是由人们心理作用决定的。投资成功关键是分析大众投资者未来可能的投资行为，估计何种投资形式适宜公众建筑空中楼阁，并抢先买入选中的股票，这时投资者可以完全不关心购买的股票的基本面和买入价格的高低，只要有人以后愿意以高于其购买价格购买所投资的股票就可以获得投资回报。

在成熟发达的、机构投资者为主的股票市场，人们的投资行为较多地以基本分析流派和现代投资理论为指导。价值投资理论具有令人信服的逻辑性，国外的价值投资者和国内奉行价值投资理论的证券投资基金取得的出色投资业绩也证明了价值投资理论的优越性。股权分置改革后的中国的股票市场正日益走向规范和成熟，因此价值投资理论将成为中国证券市场的主流投资分析理论。投资者也将从这种理性的投资理论中获益。以下进一步介绍价值投资理论。

第二节 价值投资理论简介

价值投资哲学起源于二十世纪美国的投资家本杰明·格雷厄姆和大卫·多德在1934年出版的名著《证券分析》一书，以美国的投资家沃伦·巴菲特成功实践而闻名于世界。该理论的基本假设是：尽管证券的价格波动很大，但其内在价值是稳定并且可以测量。短期内证券市场价格经常会偏离其内在价值，但市场存在自我纠偏的机制，从长期看股票的内在价值会与市场价格趋同。^①

价值投资，是指以影响证券投资的经济因素、政治因素、行业发展前景、上市公司的经营业绩、财务状况等要素的分析为基础，以上市公司的成长性以及发展潜力为关注重点，以判定股票的内在投资价值为目的的投资策略。价值投资的精髓是确定公司上市股票的内在价值，在市场价格明显低于内在价值时买入证券，在显著高时卖出。内在价值与市场价格间的差额即安全边际越大，投资风险

^①（美）本杰明·格雷厄姆，大卫·多德.证券分析[M].海口：海南出版社，1997

就越小，预期收益就越高。因此，价值投资者要投资一家上市公司，必须首先从该公司的基本面出发，通过分析公司的资产价值、赢利能力和成长性价值来计算投资对象的内在价值。对于公司的成长性价值，格雷厄姆指出，唯一能给投资者带来利润的成长是那些资本回报超过资本成本的增长，只有具备经济特许权（企业受壁垒保护，对手难以进入该行业）的成长性才是最有价值的。^①

美国的著名投资家沃伦·巴菲特等价值投资者继承和发展了格雷厄姆的投资理念，并创造出一系列极其成功的投资记录。巴菲特认为，选择股票的本质是选择上市公司。他的投资策略便是以合适的价格购入具备持续竞争优势的超级明星企业的股票并长期集中持有。在证券评估方法上，只认可现金流量贴现模型，即任何证券的内在价值取决于其未来现金流量以适当贴现率贴现的现值之和。^②

从上面的介绍可知，价值投资在于通过对股票基本面的经济分析，使用金融资产定价模型估计股票的内在价值，并通过对股价和内在价值的比较去发现并投资那些市场价格低于其内在价值的潜力个股，从而获得超过大盘指数增长率的超额收益。价值投资理论认为，评估公司股票价值的三个关键要素是：资产价值、赢利能力和成长性。资产价值代表了公司资源的存量价值，而赢利能力和成长性代表了公司资源流量形成的价值增值、持续性和变化趋势。

本节首先分析价值投资的要素，而后讨论价值投资的分析方法。

一、价值投资的要素

（一）要素一：资产的价值

资产是企业开展生产经营活动的基础，是企业利润创造的基础，资产的价值实质上是资产能给企业带来当期和远期利润能力的体现。企业价值是企业整体资产的价值，是由多种可变要素构成的，但核心是企业长期经营而产生经济价值和盈利的能力。因此，企业价值评估的主要内容包括企业有形资产和无形资产的评估，企业历史的经营情况和未来的市场情况分析、盈利能力及增长潜力的预测。

企业拥有的流动资产、固定资产这些有形资产，是企业赖以生产经营的物质基础，能给企业创造利润，带来现金流，其价值就是能创造企业利润。无形资产，是指企业所控制的，不具有实物形态，非货币性，对生产经营长期发挥作用且能带来经济利益的资源。在无形资产中，土地使用权显得尤为重要。土地本身是稀

^①李勇，张冬平.证券市场价值投资策略评价[J].现代管理科学，2000，(12)：114-115.

^②同^①

缺资源,加上由于中国经济的高速发展,人民币升值和所处区域的地理位置较好,往往可以得到较大的升值。企业的法人治理机制、组织管理和企业文化等也是企业无形资产的重要组成部分。具有品牌优势的上市公司,如金地集团、万科、贵州茅台等,由于企业所处地理位置的优势,或由于经营效率高、管理能力强、生产历史悠久、人员素质高等多种原因,与同行企业相比较,可获得超额利润。2003年,随着以合格境外投资基金(QFII)为代表的全球投资者的出现,中国的A股市场不再是一个封闭的市场,因此有必要从全球的视角来关注中国上市公司资产价值的变动。汇率的变化成为开放经济中重新评估一国资产价格和各种类型企业价值新的影响因素。随着人民币的不断升值,含有大量资本品的上市公司资产重置价值就较大,如港口、机场、电力以及地产类上市公司等。

从以上分析可知,资产存在的价值就是能为企业创造利润。而企业资产的评估受多种因素的影响,必须综合考虑有形资产和无形资产的价值。

(二) 要素二: 盈利能力。

公司盈利能力则是反映公司价值另一个重要的因素。盈利能力是指企业获取利润的能力,企业的盈利能力越强,则给予股东的回报越高,企业价值就越大。在分析盈利能力时要注重公司主营业务的盈利能力分析,需要分析以下几个主要的财务指标:

1、销售毛利率

$$\text{计算公式为:销售毛利率} = \frac{(\text{销售收入} - \text{销售成本})}{\text{销售收入}} \times 100\%$$

它反映了企业产品销售的初始获利能力,是企业净利润的起点,没有足够高的销售毛利率便不能形成较大的盈利。

2、销售净利率

$$\text{计算公式为:销售净利率} = \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} \times 100\%$$

它与净利润成正比关系,与销售收入成反比关系,企业在增加销售收入额的同时,必须相应地获得更多的净利润,才能使销售净利率保持不变或有所提高。通过分析销售净利率的变化,可以分析企业经营情况及发展趋势。

3、营业利润率

$$\text{计算公式为:营业利润率} = \frac{\text{营业利润}}{\text{销售收入}} \times 100\%$$

它比销售净利率能更好地衡量公司主营业务对盈利的贡献情况,因为净利润是以营业利润为基础加上投资收益,补贴收入及营业外收支净额后得到的,而这些收入或损失的持续性较差,排除这些因素的影响能更好地反映公司盈利能力的变化及不同公司盈利能力的差别。

4、资产净利率

$$\begin{aligned} \text{计算公式为:资产净利率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{平均资产总额}} \times 100\% \\ &= \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{平均资产总额}} \times 100\% \\ &= \text{销售净利率} \times \text{资产周转率} \end{aligned}$$

资产净利率反映企业对其资产利用的综合效果,它可分解成净利润率与资产周转率的乘积,从而进一步分析影响资产净利率的因素。

5、净资产收益率

$$\begin{aligned} \text{计算公式为:净资产收益率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{平均所有者权益总额}} \times 100\% \\ &= \frac{\text{净利润}}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{平均总资产}} \times \frac{\text{平均总资产}}{\text{平均所有者权益}} \times 100\% \\ &= \text{销售净利率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数} \times 100\% \end{aligned}$$

这是综合性最强、最具有代表性的一个指标,又称为杜邦公式,该数值越高,表明企业的盈利能力越好,它受销售净利率、资产周转率和权益乘数的影响。盈利能力直接反映企业的经营成果,体现了企业的行业地位、技术水平、营销策略及市场表现,是经营者管理水平和经营能力的最终反映,充分体现了企业价值最大化、股东财富最大化的企业经营目标。

(三) 要素三:成长性的价值

所谓“成长性”是指公司所处的行业发展前景良好,且在该行业中居领先地位,具有明显的竞争优势,并能抓住机遇扩大投资,继续保持领先地位;公司的经营模式和科技创新能力保持相对优势,不断推出新产品来满足市场需要;公司

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库