



【念念有余】

现实生活中,成本法和市场法更为靠谱,这两种方式更为静态,可以衡量一家公司资产状况,收益法是动态的,对快速变化的企业更为合适。

估值缺憾

余胜良

资本市场是以盈利能力来进行估值的。

比如我现在每年赚70万元,市场就能给出1400万的估值(按照20倍PE),因为我年轻气盛,前些年收入增长得还比较多,推测未来还乐观。如果按照30倍PE,会有2100万的估值。

一位老伯,年龄60岁,年收入10万元,历史上收入增速不会太大,另外一个原因是马上要退休,增长的空间也不会太大,充其量给他200万元的估值。

这里面就有一个问题,年轻人现在虽然收入高,但以前没什么积累,也没赶上好时间,买房买到高点上,负债好几百万元,而老伯年轻时分了房子,又在市场低点买了两套,有3套房价值1500万元,还没负债,或者有点负

债,但房租收入完全可以覆盖。

很明显,现实中,你会觉得老伯比年轻人有钱多了,是典型的高净值人群。

而在资本市场中,年轻人可以pk掉老伯好几轮。

这是两个完全不同的评估体系,资本市场讲究的是盈利能力,增长速度,不管历史多么辉煌,关键看未来。不管净资产多么高,盈利不行了,估值就给降了下去。

有不少上市公司投资房地产,投资股票,还有的子公司也上市了,如果将所持股票、地产和子公司卖掉,可能会高于该上市公司市值。很多人认为是被低估,其实不是,资本市场的逻辑不是变成净资产的多少。这些不在主营中的业务,可以看做老伯买的房子,虽然很值钱,但不能给主营业务做贡献,也不能由此估值他未来的赚钱能力。

由于这样一套估值系统存在,才会有上市公司净资产高于市值的情况。有的上市公司持有的房产、股票如果卖掉,所得价值比公司的价值更高。

这一切的缘由,是大家把一家公司看做会下蛋的鸡,不管母鸡胖瘦如何,如果它们下的蛋重量差不多,那么这些母鸡就应该值差不多的钱,不能因为某只母鸡比别的母鸡重好几倍,就会给它更高的估值。

一只瘦弱的母鸡,下蛋比胖母鸡还多,重量还大,那就可以比胖母鸡估值还高一点儿。

这种估值偏好就引申出轻资产优势。一家上市公司资产比较少,或者靠租赁,或者本身就不需要太多,或者资本金比较少,主要靠外债,往往核心资本回报率会比较高,投资者会认为这种公司盈利能力强。

上一波牛市时,大家还在提重建

成本,意思是重建成本比较高的话,会带来护城河优势,让竞争对手无法进入。最近这个概念已经几乎没人再提。

上市公司如果现金收购规模较小的资产,公告会比较简单,因为董事会就能决定,如果规模大,牵涉到增发重大资产重组,会有非常详细的估值说明书。

估值说明书会列出好几种估值方法,将估值一一列出,一般有成本法、市场法和收益法。第一种方法比较容易理解,就是新建成本,由此可以推理收购价格。第二种市场法也容易理解,就是根据已经发生的交易定价,比如二手房交易会参考周围楼盘市场成交价格定价。第三种则是根据标的公司未来盈利能力来定价,参考净现金流折现等数据。

其实第三种估值方法,就是本文开头所提到的。大多数并购喜欢使用

这种方式,去年还在亏损,今年实现几百万元净利润,明年预计就能实现数千万元净利润,给出未来三年两亿元的利润承诺,就可以估值10多亿元的价格。几个明星搭建一个影视公司,就可以用收益法卖出他们一辈子也无法赚到的钱。这种方式评估出来的价格,往往会有十多倍上百倍的增值。

但是这种方法又不能不说没有道理,多少小科技公司,因为这种方法很快变成世界级的大公司,这种方法特别适合成长性良好的企业。

而现实生活中,成本法和市场法更为靠谱,这两种方式更为静态,可以衡量一家公司资产状况,收益法是动态的,对快速变化的企业更为合适。用哪一种方式要看上市公司的利益诉求,有时候哪种方式评估价格更高用哪种。

(作者系证券时报记者)



【小菜一碟】

据说,有人已经在畅想新的利好,孙宏斌的辞职,是为另一位大佬腾位。

蔡江伟

停牌中的乐视网前天晚间发了一则公告,孙宏斌辞去公司董事长,且不再担任其他任何职务。

周星驰的电影《美人鱼》里,片头的一段剧情令人印象深刻。在一次土地竞拍中,邓超扮演的开发商刘轩为拿下青螺湾的地块,与一帮地产土豪展开了激烈的角逐,最终以高价竞得。事后在晚宴上,当刘轩被众人质疑不懂房地产的时候,刘轩却回答道:四爷、若兰懂就行了,只要他们敢出价,我就敢跟,永远只贵一口价。

电影虽然纯属虚构,但在现实中,尤其以A股市场,类似案例屡见不

鲜。跟着“聪明人”进行傻瓜式投资的行为,在乐视网身上演绎得淋漓尽致。贾跃亭的乐视大厦将倾之际,白衣骑士孙宏斌勇敢地站了出来,无数本已灰心的投资者,似乎又看到了解放的曙光。尤其最近一个月,当乐视网复牌探底至4.01元后,居然强劲反弹超六成,期间引发跟风者无数。炒作者的逻辑,大概是以孙宏斌的精明,已经在乐视网上砸了上百亿,自然不会撒手不管,那么便还有翻盘的可能。

类似的案例,在A股还有不少。当年证监会教市,就捧出了无数个“王的女人”;资质一般的梅雁吉祥,更是因为被证金、恒大、烟台中鑫等轮番推指,股价屡屡暴涨;每到年报、季报等

公布的时候,各种国家队、基金重仓、牛散进驻、QFII扎堆等概念,更像是例牌菜一样,流水般地被端了上来,供读者享用。诚然,普通的投资者由于知识结构、身体精力等限制,无法做到像“聪明”的专业人士一样仔细琢磨,那么跟在专业人士后面去投资,看上去便是一件省时省力的事情。

不得不说,这种操作,在某些时候确实有用,比如当初陆股通资金持续买入绩优蓝筹,这些股票随后便迎来了价值回归,但细究起来,却总一种令人不安的担忧。尤其以财报里披露出的股东动向,总有那么一段时间的延迟,一旦为别有用心者算计,就容易掉进预先设好的陷阱。当年那谁算准了

窗口期,一股脑将梅雁吉祥、国民技术等多只股票精准地买到了4.9%,给人想要举牌的遐想,狠狠地收割了一轮韭菜。而即便专业人士,亦偶有马失前蹄的遭遇,比如牛散章建平就栽倒于乐视网的定增,昔日定增大王刘益谦也失算于国民技术,更不消说,每次A股爆出黑天鹅事件,总有伤情惨重的基金。

究其原因,专业人士资产配置的多元,使他们在面对风险时,有了更多的回旋空间,鸡蛋并没放在一个篮子里。国民技术上的损失,对刘益谦来说,不至于伤筋动骨;陷于乐视网的孙宏斌,不管此次辞职的真实原因如何,终究在主流的融创上收获了不菲的回报。普

通投资者在跟风之前,恐怕需要仔细思量一下,是否有能力做好像他们那样的资产配置。毕竟,财富到了他们那个阶段,涨跌可以只是数字的变化,而对于普通人,则影响生活质量的高低。

电影里,永远只贵一口价的刘轩最后透露了王炸般的底牌——青螺湾要填海。原本预期亏损的项目,一下子成了炙手可热的摇钱树。老练如四爷,也只好感慨后生可畏。然而剧情毕竟只是剧情,绝大多数的普通投资者,在跟风的时候,恐怕并没有这样的底牌。

据说,有人已经在畅想新的利好,孙宏斌的辞职,是为另一位大佬腾位。祝他们好运。

(作者系证券时报记者)

“个税起征点过高剥夺低收入者荣誉”是歪理吗?

蔡非

3月5日,李克强总理提出“提高个人所得税起征点,增加子女教育、大病医疗等专项费用扣除”,一时大家都在传颂这个好消息,这时也有人贴出一条回贴:“你们看,还有人大代表反对提高起征点!居然说起征点过高剥夺低收入者荣誉!真是奇葩!”

我仔细一看,原来是一条2008年前的回贴,当时的起征点还是1600元,当时人大代表任正隆委员在讨论“税法修正案”发言时认为:“在封建社会,老百姓是臣民,不得不向统治者进贡纳税;而现代国家中,老百姓是公民,是主人,为了给‘公仆’工资、为了国家事务开支和社会公共事业的需要,公民要分担这些开支,所以需要纳税。公民通过尽自己的税收义务来参与国家事务,同时行使自己的公民权利。我认为1600元的起征点比较合适,不宜过高。过高

的起征点将剥夺低收入者纳税的权利和作为纳税人的荣誉。”

然后任委员被网民群起攻之,之后也没听说提起类似话题了。一晃十多年过去了,现在起征点已经是要从3500元基础上再次提升,不知道任委员现在看到新闻会怎么想。

我查了下任委员的简历,原来是位海归博士,国家重大科研项目带头人,1984年-1988年在联邦德国哥廷根大学学习植物遗传育种学,获博士学位。1993年至1994年在密苏里大学美国农业部作物遗传实验室作访问学者。回国后主要从事农业科技的研究和推广,成果累累,即使在我这个外行来看,也属于踏实贡献的科技精英。

那他反对提高起征点的意见,会不会跟他在国外的留学经历有关?在德国和美国,人们的纳税观念是什么样的?他们的个税起征点是多少呢?

查了下,2016年德国的基础免

额,单身人士的年收入超过8652欧元需要缴纳个人所得税,这个年收入8652欧元相当于2016年德国全职工作人员平均收入的20%,而在德国,收入低于平均线60%的人被认为是贫困线。所以要是年收入连交税的标准都达不到,基本可以算是赤贫。因为即使德国低保的标准,也是每月领1000欧元左右,一年12000欧元。

在美国,严格来说美国没有“个税起征点”,所有公民无论贫富都需要交税,正如美国国父之一富兰克林所说的那样:“世界上只有两件事是不可避免的,那就是纳税和死亡。”

但是,美国入交税会获得退税。如果你收入不高,家里有老人和小孩,负担重,那交的少,甚至退的会比你交的税多。

其实不仅仅是发达国家这么干。我还查了下和我们富裕水平相似的一些国家。2017年中国GDP数字尚未

发表,但一般认为是在人均9000美元以上。

比如巴西,2016年人均8650美元,里约热内卢(相当于上海)房价居全国各城市之首,平均每平方米为10214雷亚尔(约合3191美元),但其他物价比中国大城市略高。在巴西,2018年个税起征点是22847雷亚尔,约合年收入44000元人民币,也就是月收入3700元以下不用交税。

墨西哥,2016年人均GDP8201美元,为了体现税法面前人人平等的原则,墨西哥规定个人所得税的起征点为0.01比索(1美元约合10.86比索),也就是说理论上所有人的所有收入都需要缴纳所得税。但是月收入在32700比索(约11000人民币)以下的人都能享受到国家财政提供的退税,最低金额相当于实际纳税额的30%。

由此看来,仅仅就个人所得税起征点来说,中国并没有像某些网民认

为的那样明显过低,相反,国际比较通行的观念,纳税确实是所有社会阶层的义务,如果贫困阶级实在交不起,可以退税或者扣减。

起征点并不重要,因为很多国家低收入居民虽然交税,但也获得了补贴和抵扣,这种补贴和抵扣,甚至会超过他的纳税款,这才是正确的扶助低收入阶级的方法。

从世界历史上来看,欧美国家各阶层纳税,不仅仅是被剥削,更是政治权利的基础。1763年,北美十三殖民地面对伦敦对其政治权利的漠视,喊出了“无代表不纳税”的口号,其实反过来也是一样的,那就是“有纳税,才有权利”。

这样,在下次富裕阶层提出清理城市低素质人口的时候,穷人们才可以理直气壮地反驳:“我也一样是纳税人!”

(作者系武汉历史学者)



【缘木求鱼】

许多时候,只要把握住了常识,就足以应付这个世界上许多不着调的人、不着调的事。

我说 你听 照着做

木木

开车在路上,收音机里正说着霍金大师的新闻。

由新闻而遐想,正在人生、星空、黑洞、宇宙间神游的当儿,广告冷不丁就欢快地插了进来,也真是让人讨厌。更让人讨厌的是,仍是那个广告,仍是那副嘴脸,已经播了十万八千遍,也不知道重新描描眉眼儿。让人讨厌得不能再讨厌的是,明明是忽悠人的东西,推销起来却总是那么理直气壮,仿佛观音娘娘、太上老君都给它做了背书。

说那是忽悠人的东西,是基于常识的判断。常识很重要,基于常识的判断,当然也很重要。许多时候,只要简

简单地把握住了常识,就足以应付这个世界上许多不着调的人、不着调的事、不着调的东西。所谓“大道至简”,说的就是这个道理。不过,世事就是这么幽默,越简单,越好用的东西,往往越容易被忽视、蔑视、无视,人们似乎更习惯于被看起来精致又复杂的东西牵了鼻子走。也真是,一点儿办法都没有。

这个往眼皮上贴“纸片儿”的广告能播得这么火、这么肆无忌惮,当然是有无数的人在背后大力支持的结果。二者是一种紧密的依存关系,缺一不可;不过,非要辨个主次不可,那肯定是既真且纯的“拥趸”们更重要些吧,如果周围都是些脑筋复杂、经验老

到的“怀疑论者”,估计你被大天吹破了,那张小“纸片儿”,也还是张小“纸片儿”,再接着吹,没准儿就要让人当骗子抓。

正是因为有了这样的受众,就难怪新鲜事总会一件接一件地出,而且,越是看起来神秘莫测、其实屁用没有的东西,越是受追捧,稍加“洗脑”和引导,准是一阵阵地高潮迭起,前有“打鸡血”、“鹤翔桩”、“孢子粉”,后有张悟本的“药方儿”、王大师的“神造”……“江山代有才人出,各领风骚一两年”的基础,就在于此。而且,让人格外沮丧的是,这样的基础似乎格外地顽固,想让他们有点儿常识起来,真是格外难。

你看,受不了这个台,换个台听

听?用不了多一会儿,肯定还是那个死命劝你吃燕窝的小广告。虽然刘嘉玲好像临时休息去了,换了个新面孔,举了个新品牌,但吆喝的东西实在一点儿也没变,还是那“小鸟窝”。不过,新人就有新气象,比刘嘉玲直白得多:吃一次两次不管用,一定要坚持吃!至于坚持吃了管不管用,人家没直说,听话音儿,应该是管用的吧;但吃多长时间才够得上“坚持”的标准,人家偏不说,需要你自己悟。游戏马上就有了趣味性。

《红楼梦》里的“王一贴”,曾经应贾宝玉之请开过一个“疗妒汤”的药方,而且拍着胸脯地保证:一剂不效,吃十剂;今日不效,明日再吃;今年不

效,明年再吃(反正吃不死人)……吃过一百岁,人横竖是要死的……(死了)就见效了。

“王一贴”虽然是给宝哥哥开开心,但理儿是一点儿也不差的,即所有靠忽悠纯真受众吃饭、发财的人,走的都是同一个路数;为了效果更好些,顶多换个走法儿,路,一定还是这条路,气人的是,有时候,连走法儿都懒得换,而更气人的是,忽悠的效果往往总是那么好。这当然就没什么办法了,只能看着、听着干瞪眼儿。再想换个台?没准儿更不堪,十有八九就得听“生殖专家”讲讲课,路数当然还是,我说,你听,照着做!

(作者系证券时报记者)