

科創板大幕拉起 如何為企業估值



▲科技型企業的生命周期分為三大階段：初創期、成長期與成熟期



斌眼觀市

上交所正式公布了第一批科創板申報企業名單，科創板大幕正式拉開。作為一個實行註冊制，定位於面向科技企業的市場板塊，科創板設立將為A股帶來大量高科技企業的源頭活水。對投資者而言，如何對科技企業進行定價和估值，成為需要面對的現實問題。

西南證券策略首席分析師 朱斌

科技型企業在其生命周期的不同階段，具備不同的特點，因此也就適用不同的估值方式。筆者將科技型企業的生命周期分為三大階段：初創期，成長期與成熟期。在不同的時期，用不同的定價模式對企業價值進行評估。

初創期: 期權定價與市場規模估算相結合

在創業初期，企業處於概念驗證期與市場開拓期，可以用期權定價與市場規模估算相結合的方法來對企業進行估值。所謂的期權定價，通俗地講就是創業期企業在一些關鍵節點上，面臨着「要麼生存要麼死」挑戰。如果成功越過關鍵節點，企業估值就有相應提高，如果沒有越過，企業估值就會大幅度下降。比較典型的是創新藥企業，因為新藥上市需要經過多期的臨床檢驗，通過與不通過臨床檢驗的估值會有雲泥之別。同時，企業未來市場容量也是估值的重要參照變量。

典型案例：特斯拉

電動汽車取代燃油車是一個偉大的理想，而重要節點的成功與否則是該理想能否實現的關鍵。對於特斯拉而言，商用化就是期權定價當中的一個關鍵節點。2013年一季度，特斯拉第一次取得了盈利，這標誌着特斯拉的創業模型通過了市場的檢驗，被消費者所接受。之後，特斯拉的股價上漲了近十倍，期權定價模式被驗證。而從市場容量角度來看，當前美國汽車市場容量為5100億美元，到2030年電動車若達到30%的滲透率，則市場規模在1600億美元左右。

先看行業未來市場總和：2015年以來，美國汽車市場的總銷量均維持在1700萬輛左右，如果按照平均售價3萬美元計，美國汽車市場容量在5100億美元，由於當前汽車市場基本飽和，未來即使汽車電動化，預計市場容量也基本維持在這一水平。目前中國電動汽車的規劃來看，2025年電動汽車的滲透率要達到20%，到2030年滲透率有望達到30%。若美國與中國電動車滲透率相當，則2030年美國電動車市場為1600億元左右，參照美國歷史上汽車巨頭的市佔率50%的水平，特斯拉潛在市場容量在800億元左右。

成長期: 營收為依據，綜合考慮利潤與成本

目前來看，特斯拉未來持續盈利的概率在0.5以上，而特斯拉佔據電動車領域第一的概率也在0.5以上，再以1倍的市銷率計算，特斯拉的預期市值在200-800億美元之間。當前特斯拉實際市值不到500億美元，恰好位於這一區間內。當然，特斯拉作為移動領域的電子終端，未來商品線可能向其他領域延伸，類似於蘋果手機向封閉的應用商店延伸。則特

斯拉市值會突破800億美元上限。

創業成長期，企業的商業模式已經獲得了驗證，規模擴張進入快車道，但盈利尚未得到明顯體現，這時就可以採用PS（市銷率）、PEG（市盈率相對盈利增長比率）、EV/EBITDA（企業價值倍數）等方法來進行估值。這一時期，企業的商業模式或者產品模式已經被市場認可，銷售額迅速增加，但此時的公司依然面臨着激烈的競爭，需要依靠高強度的資本開支或者研發投入來維持增長態勢，阻隔競爭對手的進入。

在此階段中，一方面，企業長期研發形成的無形資產與技術專利資源不能反映在淨資產指標中，另一方面，企業的歸母淨利潤也被階段性壓制，市盈率嚴重扭曲甚至是負值，並不能反映企業的成長趨勢與競爭力。因此用以營收指標為依據，綜合考慮利潤增速、研發投入與資本開支的估值方法就恰當很多。

典型案例：蘋果與臉書

蘋果早在上世紀80年代就已經上市，上市之後經歷過高速成長期，也經歷過動盪低迷期。到2007年底第一部iPhone發布，蘋果開始進入到新一輪的高速成長期。智能手機對於傳統手機形成了極強的替代，同時催生了移動互聯網時代。這一時期，蘋果的營收增長，但PE（市盈率）卻出現了上升，顯示其規模擴張的速度超過了利潤增長的速度。到了2015年之後，智能機競爭格局開始穩固，蘋果進入成熟期，估值回落，穩定在15倍左右的水平。

Facebook的情況類似。Facebook誕生於PC時期，繁榮於移動時期，其估值方式的變化更加明顯。在2017年之前，

Facebook處於超高速擴張時期，其市盈率一直居高不下，最高時期高達數百倍。顯然，這一時期用PE估值並不是合適的方式。但如果我們以PS來估值，會發現同時期的PS一直維持在15倍左右，是一個相當穩定的表現，也就意味着其股價就是跟隨着營收的上漲而上漲的。

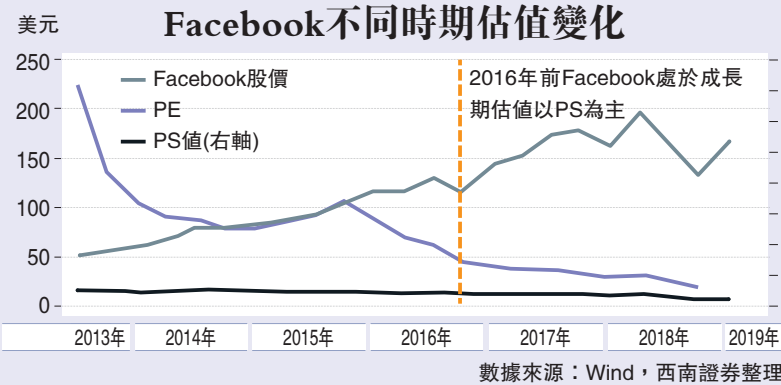
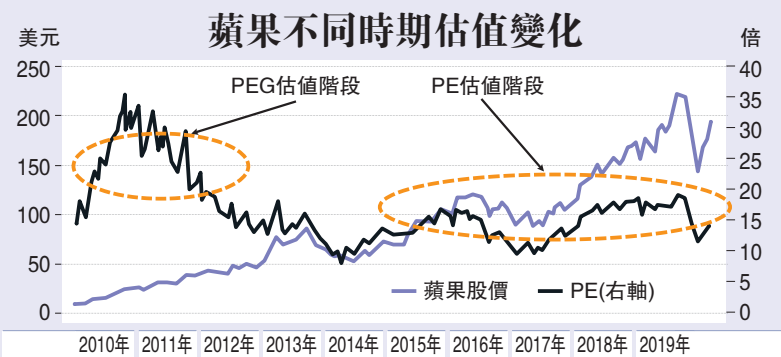
成熟期: 利潤與現金流是核心

在成熟期，企業產品的技術日趨成熟，產品營收、現金流和利潤趨於穩定，估值可以逐步回歸到最傳統的PE法，同時參照PB、ROE等指標進行評估。

典型案例：谷歌與微軟

蘋果公司業績表現主要受iPhone銷量的驅動，近年來服務類收入佔比的提升，也使得蘋果PE水平略有上行，從12倍左右上行到15倍以上。微軟作為全球最大IT軟件公司，2014年以前市盈率水平長期在小範圍內波動。近年來微軟的市盈率上升趨勢主要受公司戰略轉型成功所影響，市場對此給予了明顯的估值溢價，目前估值已經接近30倍。谷歌的商業模式則較為穩定，營業收入以廣告收入為主，其近八年的市盈率也很穩定，保持在25倍左右。PE法已經能很好地衡量這些巨頭當前的價值。

最後，需要特別指出的是，上述發展階段並不是僵化不變的。一個科技企業即使發展到了成熟期，如果其開始開拓新業務，那麼新業務部分完全可以以初創期或者成長期的估值模式來給予定價。實際上，騰訊、蘋果、亞馬遜等知名高科技公司都經歷過這種估值方式的多次轉變。



數據來源：Wind，西南證券整理

房地產稅的25個認知誤區(一)

新城控股高級副總裁 歐陽捷



歐陽先聲

聽到房地產稅，大家的耳朵似乎已經磨出繭子了。有些觀點言之有物、論理清晰，使人頗感醍醐灌頂；有些觀點似是而非、人云亦云，導致了諸多認知誤區。在此，筆者整理了關於房地產稅法的若干認知誤區，也許能夠對澄清立法邏輯、認知稅收本質有所幫助。

誤區1：房地產稅能調節收入差距

房地產稅的確有助於調節收入差距，但其功效十分有限。如果資產多者高稅收、資產少者免稅，看上去，似乎能夠調節收入差距。但海外歷史早已證明，資產差異只是兩極分化的一個表象，而不是根源，資產財富差異越大，兩極分化越嚴重。兩極分化的根源在於金融資產的槓桿原理，無論是華爾街大鱷的金融投機，還是股市的融資融券、公司上市，或是土地圈地運動、樓市貸款抵押，都是借助於金融工具放大了財富膨脹效應。

落袋為安的財富必然尋找安全的着陸地，交稅無非是花錢買來財富的法律保障。正如很多人調侃說：「交稅越多越好，證明有錢啊」。富人交稅多，財富不減反增，窮人交稅少，也沒有變得更富裕。

誤區2：房地產稅能防止投機

首先要定義什麼是投機。過去，「投機倒把」是入了刑法的，「情節嚴重的，處三年以下有期徒刑或者拘役」，後來取消了這一罪名，這也意味着投機無罪。但人們依然戴着有色眼鏡，往往把投資視為長期的愛國之舉、助力發展，而把投機視為短期的逐利之貪、擾亂市場，因此才有了股票熔断、房地產限售之類的短期行政措施。

凡事有一弊必有一利。事實上，股市做空機制也是短期投機，雖然導致了市場短期波動甚至震盪，但有助於化解更大風險，就如同小震可以釋放壓力，延緩甚至避免大地震。限制短期炒房，用足夠高的調整稅率，可以使得投機收益不能覆蓋成本，或者投資收益比足夠低，自然就可以減少投機行為，降低市場波動。

真正能夠防止短期投機的稅收是資本利得稅。如果對房產轉讓淨收益所得徵收30-60%的階梯累進制

資本利得稅或轉讓所得稅，投機炒房自然就銷聲匿跡了。韓國就曾因徵收最高60%的房地產轉讓稅，讓房地產市場迅速進入冰凍期的。然而，普遍徵收的房地產稅，其稅率顯然不可能跟隨房價波動而反覆調整，當然也就不能制約靠短期市場波動賺錢的投機行為。

誤區3：房地產稅能遏制房價過快上漲

其實，筆者早就說過，凡是出台房地產稅的國家和地區，都沒能防止房價過快上漲，當然從長期來看，更沒有讓房價下跌。被徵收房地產稅的人希望房價上漲呢？還是下跌呢？答案不言而喻。

徵稅也擋不住人們推動房價上漲的意願。這是因為房地產不僅是居住用品，更是大宗耐用商品，具有投資性和保值性，因此，房地產對應的參照物是貨幣。過去筆者說過：「當錢不值錢，對應錢的一切東西都變得更加值錢，尤其是不動產」。房價漲跌的主要原因還是在於貨幣一放一收、經濟一起一落與供應一鬆一緊，與徵收標準相對穩定的房地產稅基本無關。

誤區4：房地產稅能減少房屋空置

聽起來似乎有道理，但有能力空置房子的人會在乎多交一點房地產稅嗎？他們在乎的是資產財富的保值增值和積累傳承，在乎的是資產的抵押與變現帶來的流動性，雖然很多資產可能並不會或很少自己使用，但他們依然在全國甚至全球馬不停蹄地收購資產。

最近有人說：新一輪全球化寬鬆將再度來襲。而通貨膨脹預期來臨之際，房地產幾乎就是唯一能夠保值增值的金融資產，哪怕是空置。除非我們徵收高稅率的空置稅，否則，靠房地產稅永遠解決不了高空置率問題。

誤區5：房地產稅能平抑市場供求波動

有人說，徵收房地產稅增加持有房產成本，可間接抑制三四線城市購房需求和住房過度供給，同時也可抑制一二線城市投資投機需求和房價上漲過快。理論上是對的。

但當貨幣供應寬鬆、通脹預期上升、資產價格暴漲之時，唯有不動產才能保值升值，資產收益足以覆蓋持有成本，購房需求一定會大增；而當經濟不景氣、收入預期下降、資產價格停滯上漲之時，購房購車等大宗交易必然相對冷清，需求自然減少。

納米樓熱潮推高本月交投

Q房網·香港董事總經理 陳坤興



樓語縱橫

近月樓市氣氛明顯回暖，一、二手交投同步回升，同創近月新高。新盤熱鬧其中一個原因是，作為樓市新政之一的一手空置稅開徵在即，相關條例修訂草案已大致完成，並最快安排下月提交立法會審議，發展商亦顯著加快推盤步伐，令新盤市場再度活躍起來，其中面積300平方呎以下的納米樓再掀搶購潮，帶動整體交投。

根據Q房網香港數據研究中心，按最新一手住宅物業銷售資訊網（SRPE）的成交紀錄冊作統計，截至本月24日為止，本月至今一手新盤銷售已逼近2100伙，假設本月整體一手新盤銷售成功超越去年6月份的2170伙的高位，將重上自2017年3月以來的兩年新高。

壓低總價借足九成

再者從本月新盤銷售中，明顯以細單位佔多數，當中市場上有納米樓之稱，單位面積不足300平方呎的較型單位，本月至今已售出多達620伙，佔整體約2100伙的三成以上，亦可說是有紀錄以來納米樓單月最高佔比。與此同時，面積為300至400平方呎的細單位亦同樣暢銷，以整體400呎以下的單位計算，所佔百

分比更接近整體銷量的一半，細單位的銷售幾近主導本月整體新盤市場。

從數字而言，過去數年間納米樓熱潮，完全可以用「勢不可當」來形容。面積不足300平方呎的納米樓，整體銷售完全是一年比一年多，在2017年全年僅售出約1714伙，相對於全年新盤總銷售的不足百分之九點五。去年納米樓的銷售已逆市急增至2207伙，全年佔比已大幅增加至接近百分之十五水平。總計年初至今，整體新盤市場已累計售出逾920伙納米樓單位，所屬佔比再增加至接近百分之二十，納米樓進一步主導現時新盤市場。

一如既往的分析，納米樓的熱潮不單是一個樓市趨勢，亦是一個社會的趨勢，首先因應金管局收緊按揭保險的上限，只有400萬元以下的物業才可以借足九成，部分發展商亦只好「將貨就價」，為求提供更多樓價約400萬左右的單位，興建更多細面積的納米單位。

同時間納米樓的熱潮亦是一個社會現象，首先是家庭結構的改變，在七、八十年代，受早年嬰兒潮的影響，出現不少一家六、七口、三代同堂的大家庭，兩房、三房自然成為主流，但隨着時代轉變，出生率下跌，結婚率下降以至離婚率上升，單身貴族大幅激增，市場對開放式及一房單位的需求自然持續增加，難怪市場對納米樓的需求持續殷切。