

市销率指标在股票投资决策中的应用

蔡 飞

(中南林业科技大学 长沙 410004)

【摘要】 本文首先介绍了市销率指标的有关知识,建立了市销率指标计算的数学模型,然后阐述了市销率指标在股票投资决策中的应用,最后指出了不同市销率之间进行比较时应注意的问题。

【关键词】 市销率 股票市场 理论分析 选股策略

对投资者来说,价值评估在投资方向、投资组合和个股的选择中起了核心作用,而比率又是评价公司或资产价值的最易使用的工具之一。在众多比率中,市销率是评价上市公司投资价值指标中使用不多却是最管用的一个比率。市销率本身所具备的简单、明了的特性使得它成为一种很有效的判断工具。因此,本文试对市销率指标在股票投资决策中的应用作一探讨。

一、市销率的有关知识

1. 市销率指标的计算及一般原理分析。市销率也称价格营收比,是股票市价与销售收入的比率,是相对估值方法的一种。该指标能够告诉投资者单位销售收入反映的股价水平。其计算公式为:市销率(PSR)=上市公司每股的市价(P)/上市公司每股的销售额(S)。

市销率用来衡量某一上市公司相对于其每股所产生销售收入的每股价格。在我国上市公司中运用市销率进行投资具有现实意义,这是因为销售收入能够更清晰地反映上市公司的真实情况。利润可以用不同的折旧、存货、研究与开发、并购、重组、对外投资等会计处理方法进行调节,进而粉饰会计报表,这在我国的上市公司中是一种普遍现象;而销售收入受人为操纵的难度则大得多,相关会计准则可利用的空间不大,影响销售收入的因素不多。这样以销售收入为基础的市销率指标更有利于让广大投资者了解上市公司实际的经营能力、发展能力和盈利能力等状况。

2. 市销率指标的特点。

(1)由于各个行业的上市公司在确认销售收入方面的会计标准相当接近并且变化不大,这样以销售收入为基础的市销率指标能使我们更加容易比较处于不同市场、不同行业、不同时期、运用不同会计制度的上市公司的情况。

(2)市销率与其他的相对估值方法如市盈率法、市净率法等不一样,不会因为利润、净资产为负数或者为微利等而使指标失去意义。而且,上市公司的每股销售收入都是正的,所以计算平均市销率时,几乎无需剔除任何上市公司,可以将所有上市公司作为样本,保证了计算数据的客观性。

(3)由于销售收入对于经济形势的变化相较于利润的变

化要小,波动性也小得多,特别是周期性强的上市公司的市销率的变化要大大小于其市盈率的变化。所以市销率指标比较稳定,不易受上市公司经营状况年度变化的影响,更能体现上市公司的投资价值。

3. 市销率计算的数学模型及影响因素分析。在银行利率一定的情况下,假设上市公司的平均增长率为 g ,股利部分分配给投资者,市销率的数学模型为: $P_0 = \text{DPS}_1 / (k_e - g_n)$ 。其中: P_0 表示股权资本价值(股价); DPS_1 表示下一年度的每股预期股利; k_e 表示股权资本成本(银行利率); g_n 表示股利的平均增长率。代入 $\text{DPS}_1 = \text{EPS}_0 \times (1 + g_n)$,股权资本价值(股价)可表达为: $P_0 = \text{EPS}_0 \times \text{PR} \times (1 + g_n) / (k_e - g_n)$ 。其中: EPS_0 表示每股收益; PR 表示股息支付率。定义净利润率(PM)= EPS_0 / S_0 。其中: S_0 表示每股的销售额。可得:

$$\text{PSR} = P_0 / S_0 = \text{PM} \times \text{PR} \times (1 + g_n) / (k_e - g_n) \quad (1)$$

在一般情况下,净利润率与销售毛利率呈正相关关系,销售毛利率越高则净利润率越高,两者存在以下关系: $\text{PM} = a \text{GPR}$ 。其中: a 表示净利润率与销售毛利率之间的平均系数; GPR 表示销售毛利率。由(1)式可得数学模型:

$$\text{PSR} = P_0 / S_0 = a \text{GPR} \times \text{PR} \times (1 + g_n) / (k_e - g_n) \quad (2)$$

由以上分析可知,市销率与上市公司销售毛利率、股息支付率和股利的平均增长率呈正相关关系,与系统性风险(股权资本成本或银行利率)呈负相关关系。

二、市销率指标在股票投资决策中的应用

通过对A股市场2000~2003年上市公司的实证分析,得到以下结论:低市销率的股票显示出较强的市场表现,市销率越低,超额涨幅越大。而且低市销率的股票组合的市场表现超过了市场上的平均水平。特别是在牛市中,低市销率组合都能获得比其他投资组合更明显的超额涨幅,但在熊市中,这一组合的市场表现优势并不明显。通过比较低市盈率的有价证券组合和低市销率的有价证券组合的市场表现,可得到以下结论:不是低市盈率的有价证券组合,而是低市销率的有价证券组合的表现超过了市场的平均水平。同时,选择低市盈率的有价证券组合比选择低市销率的有价证券组合更能带来稳定的收入,在采用低市销率的有价证券组合时,所选的公司规模越

小,收益越不稳定,即收益的方差越大。

我们从1994~2006年间沪深两地交易所上市的A股股票中选取了市销率最低的30只股票构成有价证券组合,来考察全部A股中市销率最低股票的收益情况。

检验结果:低市销率的有价证券组合的表现超过了市场的平均水平。如果1994年4月30日投资10000元于全部股票中市销率最低的30只股票,至2006年4月30日该投资将增值为55600元,年度复合收益率为16%,远远高于等额资金投资于全部A股所能获得的24500元,并且高于用市盈率与市净率两个指标进行投资的收益水平。股票市销率“几乎是衡量股票受欢迎程度的一个完美指标”,并且只有空想和欺骗才能使市销率已经很高的股票的价格进一步上升。

从实证分析的结论中可以得到这样一个经得起验证的规律:如果进行组合投资,低市销率的投资组合能取得超额的投资收益;在低市销率的股票中往往蕴藏着一些值得投资的股票,特别在牛市中,低市销率的股票中能跑出涨幅惊人的大牛股。但并不是所有的低市销率的股票都能有很好的市场表现,同时应坚决回避涨幅很大、市销率很高的股票。上市公司如果经营业绩不好或者发生亏损,即使是短期内发生亏损,其股价也会大幅下跌,被市场暂时边缘化,其结果会是市销率较低而市盈率很高。我们可以运用更多的方法对依据市销率挑选出来的目标公司进行辨别,如果确认目标公司是短时间的困难,则对这样的公司非常值得投资。

三、市销率比较时应注意的问题

市销率指标本身的“高”与“低”,并不能说明公司股票或不同的证券市场已被“高估”或“低估”。也就是说,其指标绝对数值的“高”与“低”不能直接作为公司股票是否具有高风险或是否具有投资价值的依据。特别是将不同公司股票或不同地区的证券市场的市销率进行横向比较时更应特别小心。

1. 市销率应与销售毛利率挂钩。由以上市销率的数学模型(2)式可知,决定市销率的关键因素是销售毛利率。在高销售毛利率的上市公司或行业中,将会有较高的市销率。同样,销售毛利率的降低将带来两方面的影响。首先,它将直接降低市销率;其次,它将导致较低的增长率,从而进一步影响市销率。

2. 不同地区证券市场的比较。综合指数的市销率与综合指数的市销率比,成份指数的市销率与成分指数的市销率比。综合指数的样本股包括了市场上的所有股票(沪深市场上PT股除外),市销率一般比较高;而成分指数的样本股是精挑细选的,通常平均股本较大、平均业绩较好,所以其市销率比较低。

3. 不同地区的市销率应与当地银行基准利率挂钩。基准利率是人们投资收益率的参照系数,也反映了整个社会资金成本的高低。从以上市销率的数学模型(2)式来看,如果其他因素不变,基准利率与股市平均市销率存在负相关关系。如果基本利率较低,合理的平均市销率可以高一点;如果基准利率

很高,合理的平均市销率就应该低一些。

4. 市销率应与股本挂钩。平均市销率高低与总股本和流通股本都有关,总股本和流通股本越小,平均市销率就会越高,反之,就会越低,中外莫不如此。在美国,小盘股的平均市销率也高于大盘股平均市销率的好几倍,NASDAQ市场的市销率高于纽约证券交易所的市销率,部分地区与股本因素有关。因此,看一个市场的平均市销率水平,还应考虑这个市场的上市公司结构,如果是以小股本公司为主的市场,它的合理市销率就应高一些。

5. 市销率应与股本结构挂钩。市销率高低跟股本结构也有关系。如果股份是全流通的,市销率就会低一些;如果股份不是全流通的,那么流通股的市销率就会高一些。从一般意义上说,流通股的每股价格自然要高于非流通股的价格,非流通股的价格越低,流通股的价格就越高,其结果就必然是流通股的平均市销率高于非流通股的平均市销率。流通股在股本中所占的比例越小,流通股与非流通股价格差异越大,流通股的平均市销率就越高。

6. 市销率应与成长性挂钩。同样是1倍市销率,上市公司平均每年利润增长7%的市场就要远比上市公司平均每年利润增长3%的市场有投资价值。根据市销率的数学模型(2)式来看,假定其他因素不变,成长性对平均市销率影响巨大。从成长性这个角度看,NASDAQ指数的市销率比较高,新兴市场国家股市的平均市销率比较高,都是有道理的。

通过从多个角度对市销率进行分析,我们才能更好地了解市销率的结构,从而更好地判断市销率水平的高低。总而言之,我国股市市销率的内在结构差异巨大,市销率的业绩特征、规模特征、行业特征和风格特征十分明显。因此,在把市销率作为投资指标时,应该结合考虑各种因素对市销率的影响来分析股票的投资价值。

四、小结

对于投资者来讲,不管是什么样的投资方法,只要能取得好的投资收益,就是好的投资方法。市销率类似于市盈率,但它将每股的价格与其公司的每股销售额、而不是每股收益做比较,表示股票市场愿意为公司一元钱的营业额支付多高的价格。从理论上说,个股的市销率由上市公司的成长性、销售收入和投资者要求的收益率决定,是衡量股票是否被高估的一个指标,偏好低市销率的投资者认为这样的股票是良好的投资对象。市销率在现实中往往不被重视,较少被应用,但它不仅实用,而且简单、明了。科学运用市销率这样一个简明、实用的指标对投资决策进行深入探讨,有利于在做决定时不掺杂个人感情因素,克服“恐惧”与“贪婪”对投资行为的影响,遵循一贯的投资策略,保持心态平和,有助于个人投资者、专业投资经理人走向一条通往成功投资的健康之路。

主要参考文献

杜惠芬,平仕涛.在A股市场使用市销率系列指标的实证分析.中央财经大学学报,2005;10