



曹中铭：上市公司估值几何 应由市场说了算



文/专栏作家 曹中铭

随着市场的不断发展，以及各项规章制度的不断完善，上市公司估值回归理性是必然的。而且，由于 A 股自身上市公司构成的特殊性，最终形成有中国特色的估值体系也是可期的。当然，这一切的出现，最终都必然是“市场化”的结果，而绝非人为。



在日前召开的今年证监会系统工作会议上，证监会主席易会满表示，要提升估值定价科学性有效性；逐步完善适应不同类型的企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系。这也是易会满第二次谈及要建立中国特色的估值体系。个人以为，上市公司估值几何，应由市场说了算。

仅仅从估值的角度看，沪深股市上市公司的估值也是有自己的“特色”

的，且随着市场的发展变化而变化。比如，与港股市场相比，同一家上市公司的估值往往会不同。一般情形下 A 股的估值明显高于港股的，而港股与 A 股估值“倒挂”的现象则较为少见。再如，在退市制度并不完善的时期，某些业绩持续亏损且披“星”戴“帽”的个股估值，甚至比一般业绩稳定且持续分红的个股估值高，形成另一种估值“倒挂”现象。虽然并不正常，但却是客观存在。

目前 A 股的估值更多依据 DDM 模型，主要由内部的基本面预期变化、流动性和风险溢价等因素决定。此外，投资者结构、投资理念及投资文化等，对个股的估值同样存在影响。也正因如此，此前上市公司并购重组、业绩大幅提升等，都会导致个股估值出现波动。比如，近期的明星股中航电测因成飞集团借壳，股价出现大幅上涨。其中既有军工概念因素，更有借壳后该股基本面预期将发生重大变化的因素在内。

当然，个股估值的高低，资金因素才是决定性的。A 股市场上，不乏基本面一直稳定且持续回报股东的上市公司，但其估值处于低位的比比皆是，最典型的非银行股莫属。某些银行股的分红远高于一年期银行利率，但股价“破净”的却不在少数。国企股、央企股在国民经济中发挥着非常重要的作用，但其估值却往往不受待见。类似的案例不胜枚举。

DDM 模型下的估值所存在的短板也是非常明显的，比如更注重上市公司的“表面”价值，而忽视了其“内在”价值。但实际上，上市公司的“内在”价值，才是其估值的基础。

市场上有观点认为，新估值体系中需摒弃单一的利润价值取向，结合 ESG（环境、社会责任、公司治理）要素、政策导向、股东回报等更多因素综合定价。该观点其实并非没有道理。像唯“利润论”对个股进行估值，常常会导致其估值被“扭曲”。某些个股业绩出现下跌，其股价往往会出现下跌，即使某些上市公司基本面没有出现任何变化的背景下亦是如此，这显然是值得商榷的。

新估值体系能否在市场上形成气候，还有待观察。但是，对于上市公司的估值而言，摒弃 DDM 模型显然并非一朝一夕之事。而且，市场估值体系的变化，离不开市场投资理念的重大变化。这一点其实已得到佐证。比如注册制下，垃圾股不再受到追捧，面值退市已成潮流即是最好的证明。

但值得注意的是，即使 DDM 模型存在短板，但上市公司的估值却是市场选择的结果。而且，目前 A 股上市公司估值不尽合理，也与资本市场诞生时间不长，散户投资者居多，市场投机氛围浓厚等多种因素有关。多种复杂因素的糅合，对形成了上市公司不同的估值。

个人以为，随着市场的不断发展，以及各项规章制度的不断完善，上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52361

