

学校编码：10384 分类号密级

学号：17520101151188UDC

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

黑天鹅事件后的公司价值分析
——基于哈佛分析框架的多案例研究

Company Value Analysis after the Black Swan Event

——Multiple Case Studies based on Harvard

Analysis Framework

张君兰

指导教师姓名：桑士俊教授

专业名称：会计学

论文提交日期：2013年4月

论文答辩时间：2013年6月

学位授予日期：2013年月

答辩委员会主席：

评阅人：

2013年6月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

近年来，我国资本市场上的负面黑天鹅事件频发，给广大投资者及上市公司造成了巨额的财富损失。由于黑天鹅事件具有稀有性、冲击性以及事前的不可预测性，其一旦发生，往往容易加剧投资者的恐慌心理，从而导致相关上市公司的股价在短期内发生大幅下跌，表现出较高的投机性波动。长期来看，虽然某些上市公司的股价会在事件结束后迅速回升，甚至超过事件发生前的股票价格，但也存在部分股价陷入低迷，从此一蹶不振的公司。因此，遭遇黑天鹅事件后的上市公司是否仍然具备投资价值，成为摆在投资者面前的重要问题。

由于国内外学术界对黑天鹅事件的研究起步较晚，目前还没有学者针对上市公司遭遇黑天鹅事件后的价值变动情况进行案例研究。本文基于哈佛分析框架，为投资者应对上市公司的黑天鹅事件提供了一种新的思维方式，即将财务数据与非财务数据有机结合起来，通过定性和定量分析为应对黑天鹅事件提供决策支持。在如今黑天鹅频发的背景下，这具有较强的现实意义，对资本市场的价值投资研究也具有一定的学术意义。

本文首先概述了黑天鹅事件的定义及研究现状，并对我国资本市场上的黑天鹅事件的影响、成因以及分布特征进行了简要的分析。然后，笔者选取了两家较为典型的上市公司——伊利股份和康芝药业——作为具体分析对象，运用哈佛分析框架对这两家公司进行了全面的分析，进而估计公司的内在价值，并与公司的股价进行比较，以判断公司的股价是否出现超跌情况。最后，本文在分析的基础上得出了研究结论，基于此结论提出了相应的建议，并且总结出了本文的研究局限性。

关键词：黑天鹅事件；哈佛框架；内在价值

ABSTRACT

In recent years, negative Black Swan events frequently occur in China's Capital Market, which caused a huge loss of wealth for the majority of investors and listed companies. Due to the scarcity, huge impact and unpredictability features of the Black Swan event, once happened, it tends to intensify the investors' panic, which lead to a sharply fall of related listed company's share price in short term. In the long run, although some of the listed company's share price will rebound quickly, which even higher than the price before the Black Swan event, however, there are also some listed companies' stock prices never recovered. As a result, it has become an important problem for the investors that whether a listed company still has the investment value after the Black Swan event.

Because of the short history of the academic research on the Black Swan, there is still no scholar or researcher does any studies especially focusing on the value change of the China's listed companies after being attacked by the Black Swan. Based on the Harvard analysis framework, this article provides a new way of thinking for the investors to deal with the Black Swan problems. Namely provides decision support through combining qualitative and quantitative analysis with the financial and non-financial data. Nowadays as the Black Swan occurs more and more frequently, it has strong practical significance, and academic significance for the research on the value of the capital market investment as well.

This article summarizes the definition and research status of Black Swan events at the beginning, and then analysis the impact, reasons and distribution features of the Black Swan event in China's Capital Market briefly. After that, the author has chosen two typical listed company, Inner Mongolia Yili Industrial Group and Honz Pharmaceutical, as the concrete analysis object, using the Harvard analysis framework to make a comprehensive analysis, thereby estimate the intrinsic value of the company, and comparing with the company's stock price, in order to determine whether the

company's stock price is oversold or not. Finally, we get conclusions of this paper on the basis of the analysis, make suggestions and summarize the limitations of this study.

Key Words: Black Swan Events; Harvard Analysis Framework; Intrinsic Value

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

第一章绪论	1
1.1 选题背景和意义	1
1.2 研究现状综述	2
1.2.1 国内外研究现状.....	2
1.2.2 文献述评与本文创新.....	5
1.3 研究方法、思路和框架	6
1.3.1 研究方法.....	6
1.3.2 研究思路与框架.....	6
第二章中国资本市场的黑天鹅事件	8
2.1 黑天鹅事件的类型	8
2.2 黑天鹅事件的影响	9
2.3 黑天鹅事件的成因	11
2.4 黑天鹅事件的分布特征	14
第三章哈佛分析框架	17
3.1 战略分析	18
3.1.1 行业分析.....	18
3.1.2 公司战略分析.....	19
3.1.3 竞争战略分析.....	20
3.1.4 公司的危机处理与公司战略.....	21
3.2 会计分析	21
3.3 财务分析	22
3.4 前景分析	23
3.4.1 常用的企业价值评估模型.....	23
3.4.2 评估方法的选择.....	25
3.4.3 公司自由现金流折现模型介绍.....	26
3.5 本文的分析思路	28

第四章案例分析	29
4.1 案例选择	29
4.2 伊利股份案例分析	29
4.2.1 案例背景	29
4.2.2 战略分析	31
4.2.3 公司总体财务报表分析	40
4.2.4 前景分析	48
4.3 康芝药业案例分析	52
4.3.1 案例背景	52
4.3.2 战略分析	53
4.3.3 公司总体财务报表分析	63
4.3.4 前景分析	73
4.4 跨案例对比分析	79
第五章结论与建议	81
5.1 研究结论	81
5.2 研究建议	81
5.3 研究局限性	82
参考文献	83
后记	86

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research Background	1
1.2 Review of the research	2
1.2.1 Research Actuality	2
1.2.2 Literature Review and Innovation	5
1.3 Research Method, Research Thought and Innovation	6
1.3.1 Research Method	6
1.3.2 Research Thought and Innovation	6
Chapter 2 Black Swan Events in China's Capital Market	8
2.1 The type of the Black Swan events	8
2.2 The influence of the Black Swan events	9
2.3 The reason of the Black Swan events	11
2.4 Distribution characteristics of Black Swan events	14
Chapter 3 Harvard Analysis Framework	17
3.1 Strategy Analysis	18
3.1.1 Industry Analysis	18
3.1.2 Corporate Strategy Analysis	19
3.1.3 Competitive Strategy Analysis	20
3.1.4 Crisis Management and Company's Overall Strategy	21
3.2 Accounting Analysis	21
3.3 Financial Analysis	22
3.4 Prospect Analysis	23
3.4.1 The Enterprise's Valuation Model	23
3.4.2 The Choice of the Valuation Model	25
3.4.3 The Introduction of the DCF Model	26
3.5 Theoretical Analytical Framework	28

Chapter 4 Case Study	29
4.1 Case Selection	29
4.2 Inner Mongolia Yili Industrial Group Case Analysis	29
4.2.1 Background	29
4.2.2 Analysis of Company's Overall Strategy	31
4.2.3 Financial Analysis	40
4.2.4 Valuation of the Company	48
4.3 Honz Pharmaceutical Case Analysis	52
4.3.1 Background	52
4.3.2 Analysis of Company's Overall Strategy	53
4.3.3 Financial Analysis	63
4.3.4 Valuation of the Company	73
4.4 Comparative Analysis of Case Studies	79
Chapter 5 Conclusions and Suggestions	81
5.1 Conclusions	81
5.2 Suggestions	81
5.3 Shortages	82
References	83
Postscripts	86

第一章 绪论

本章首先介绍了课题的研究背景和研究意义，其次介绍了与本课题相关的研究现状，最后介绍了本文的研究方法、研究思路以及创新点。

1.1 选题背景和意义

在一般的经济研究中，人们往往认为小概率事件由于发生的概率太小，似乎没有进一步深入讨论的必要，导致低估小概率事件的情况时有发生。在现实生活中，小概率事件虽然罕有发生，一旦出现，往往就会产生巨大的影响，我们将这类产生巨大影响的事件统称为“黑天鹅”事件。

黑天鹅事件无处不在，不论是经济、政治或是社会层面，都曾出现它的身影。从泰坦尼克号事件到美国 9·11 事件，从次贷危机到欧债危机，从日本里氏 9 级大地震到中国甬温线动车追尾事件，黑天鹅事件的每一次发生都会给人们的心里带来巨大的震撼。由于黑天鹅事件的发生具有不可预测性，又容易造成极端影响，其一旦发生往往会引起比较大的恐慌或追捧，导致社会情绪的巨大波动。这种情绪的波动反映在资本市场上则是投资者的恐慌和盲目追涨杀跌。因此，资本市场上的黑天鹅事件往往会带来市场趋势的突变，即原有的市场趋势会突然改变，出现强烈反转。

最近十年来，随着世界的波动性越发强烈，资本市场上黑天鹅事件的发生也愈加频繁。即使在整个市场都很平静的情况下，也有不少仅对某个行业甚至某个公司造成巨大冲击的黑天鹅事件发生。特别是负面黑天鹅事件，往往一次就将几十年的财富积累毁于一旦。如何在这个极端波动的年代更好地防范和避免资本市场的黑天鹅事件，甚至抓住黑天鹅事件所带来的机会，成为众多投资者的难题。然而，不论是学术界还是资本市场，始终无法给出一个完美的答案。

本文的主要研究意义是通过黑天鹅事件进行分类，再利用哈佛分析框架对不同类型的黑天鹅事件进行分析，减少投资者在面对极端波动情况时由于直觉产生误判的几率，并在意外不可避免的时候更好地做出反应。

1.2 研究现状综述

1.2.1 国内外研究现状

在 1616 年发现澳大利亚的第一只黑天鹅之前，欧洲人一直以为天鹅都是白色的，所以他们将‘黑天鹅’一词用来指代不可能存在的事物，但这个信念随着第一只黑天鹅的出现而崩溃。因此，黑天鹅的存在意味着存在不可预测的重大稀有事件。^①但是，由于黑天鹅事件与资本市场结合的时间较晚，学术界对这个课题的关注较少，研究才刚刚起步，研究深度和广度都较为有限。

归纳起来，对黑天鹅事件的研究主要包括以下几个方面：

(1) 黑天鹅事件的定义

对黑天鹅事件的定义，主要分为定性描述和定量分析两方面。黑天鹅事件的概念，最早是由美国风险管理理论学者、颇具影响力的商业思想家 Nassim Nicholas Taleb(2007)提出的，是指满足以下三个特点的事件：

“一是具有意外性，即在过去没有任何能够确定它发生的可能性的证据；二是它会产生极端的影响；三是虽然它具有意外性，但人的本性促使我们在事后为它的发生编造理由，并且或多或少认为它是可以解释和可以预测的。”简而言之，黑天鹅事件的特征概况起来就是：稀有性、冲击性和事后（而不是事前）可预测性。^②

根据 Taleb (2007) 的定义，黑天鹅事件可以分为正面的黑天鹅事件与负面的黑天鹅事件。Taleb (2007) 认为：“对于不可预计的突发事件的发生，资本市场是没有准备的，而这些事件的发生又是不受资本市场控制的，各种危险始终存在，随时可能发生灾难。”所以，面对负面黑天鹅事件时我们应该尽量谨慎小心，避免带来巨大的损失，但是面对正面黑天鹅事件时应该大胆贪婪些，尽量暴露于有利的情况中以获得潜在的巨大收益。由于负面黑天鹅对市场的破坏性较大，许多学者都将研究重点放在了负面黑天鹅事件上。张继德（2013）就采用了 Taleb (2007) 中对黑天鹅事件的定义，对重庆啤酒股价的暴跌情况进行了回顾与分析，认为其股价暴跌在事前是可以解释和预测的，存在一定的必然性，不符合黑天鹅

^①纳西姆·尼古拉斯·塔勒布.黑天鹅——如何应对不可预知的未来[M].北京:中信出版社,2007.1.

^②同上.

事件的三大特征，因此不属于一起黑天鹅事件。

Taleb (2007) 对黑天鹅的定义是很不正式的，在对黑天鹅事件进行实证分析的过程中，确定黑天鹅事件往往需要提出更加具体的衡量标准。但是，目前还没有学者提出比较具体有效，且被其他学者广泛认可的标准，对黑天鹅事件计量标准的设定还存在一定的主观性。Neil Johnson et. al. (2012) 将黑天鹅事件分为正面和负面黑天鹅事件，其中正面黑天鹅事件要求事件发生后公司股价上涨所达到的最高价格至少是上涨前价格的 10 倍，负面黑天鹅事件则要求事件发生后公司股价下跌所达到的最低价格至少是下跌前价格的 10 倍。刘捷豪，黄佳计 (2012) 研究中国 A 股市场的负面黑天鹅事件时，认为个股的黑天鹅事件应该满足两个条件：“条件一是连续三个交易日每日红利再投资的回报率均小于-9%，条件二是同期没有其他满足条件一的事件发生。”这样就可以保证样本事件具有巨大的负面冲击，事件的发生为个体风险引起的小概率事件，而非市场的系统风险导致。

虽然大部分学者研究黑天鹅事件时并不考虑行业因素，但也有学者对行业内的黑天鹅事件进行了深入的研究。Sofiane Aboura (2012) 运用分位数回归的方法，对美国西德克萨斯州从 1983 年到 2011 年每天的原油价格进行实证检验，发现美国原油市场存在尾部风险，日均最大变动范围从-2.5%到 3.5%，并且随着时间不断扩大，可能会发生黑天鹅事件。John B. Taylor, John C. Williams (2008) 对美国及其他货币市场上自 2007 年 8 月 9 日至 2008 年 3 月，伦敦银行间拆借利率与当天隔夜贷款利率之间的大幅震荡情况进行了分析。

(2) 黑天鹅效应及投资策略

除了定义和预测黑天鹅事件，有学者对市场或者个股对黑天鹅事件的反应程度进行了研究，为投资者提出了应对的策略。

肯尼斯·波斯纳 (2008) 认为基本面研究能够帮助投资者更好地应对黑天鹅事件，即：“基本面研究可以帮助我们预测到某些黑天鹅，也可以帮助我们稍微提前一点意识到另外一些黑天鹅出现的可能性，在意外不可避免的时候更快地做出反应，并减少在极端波动的时期因为误判而造成的损失。”他将基本面研究与定量分析方法相结合，运用概率数和蒙特卡洛分析方法，以求在人类的直觉与计算机分析中找到一种平衡，为人们提供了一种在极端波动出现的情况下进行研究、

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