

注册会计师

财务成本管理

精讲班

授课教师： 储成兵

第八章 企业价值评估



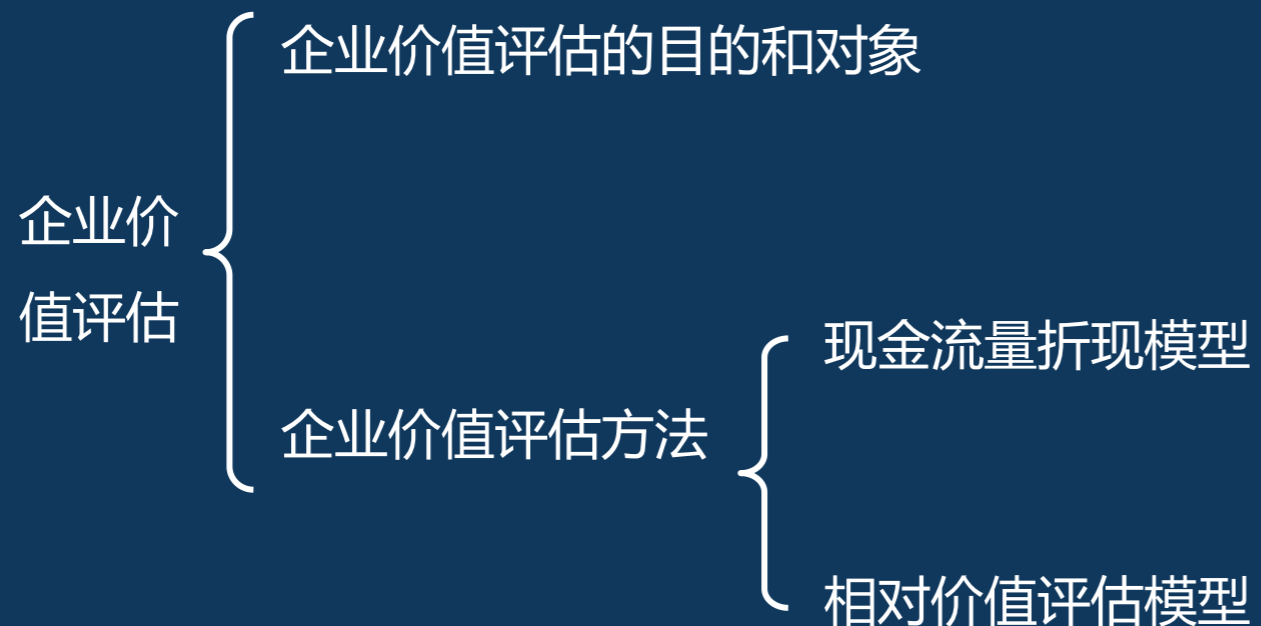
第八章 企业价值评估

本章考情分析

从历年考题情况来看，本章**主要是以主观题的形式考核**，企业价值评估的现金流量折现法几乎是每年必考的内容，经常在综合题中出现，要求考生除了熟练计算现值以外，还要会计算实体现金流量和股权现金流量；相对价值法经常考计算题，考核的内容主要是市盈率、市净率和市销率的驱动因素，修正的市价比率法，以及三种估价模型各自的优缺点。

第八章 企业价值评估

本章基本内容框架



第一节 企业价值评估的目的和对象（了解）

一、企业价值评估的目的

企业价值评估简称企业估值，目的是分析和衡量一个企业或一个经营单位的公平市场价值（经济价值、内在价值、未来现金流量的折现值），并提供有关信息以帮助投资人和管理当局改善决策。

价值评估使用定量分析模型，具有一定的科学性和客观性，但同时使用主观估计的数据，带有一定的主观估计性质。

第一节 企业价值评估的目的和对象

价值评估的目的：

- 1.价值评估可以用于投资分析
- 2.价值评估可以用于战略分析
- 3.价值评估可以用于以价值为基础的管理

价值评估提供的是有关“公平市场价值”的信息。价值评估不否认市场的有效性，但是不承认市场的完善性；价值评估认为市场只在一定程度上有效，并利用市场的缺陷寻找被低估的资产（内在价值 > 市场价值）。

第一节 企业价值评估的目的和对象

二、企业价值评估的对象

企业价值评估的一般对象是**企业整体的经济价值**。

(一) 企业的整体价值

1. 整体不是各部分的简单相加，而是由各组成部分有机结合形成的一项整体性资产。

(1) 单项资产价值的总和不等于企业整体价值。

(2) 各部分有机结合使企业具有整体功能，进而产生整体价值。

第一节 企业价值评估的目的和对象

2.整体价值来源于要素的结合方式

企业资源的**重组**即改变各要素之间的结合方式，可以改变企业的功能和效率。

3.部分只有在整体中才能体现出其价值

第一节 企业价值评估的目的和对象

(二) 企业的经济价值

经济价值是指一项资产的公平市场价值，通常用该资产所产生的未来现金流量的现值来计量。

需要注意的问题：

1. 区分会计价值与经济价值

会计价值是账面价值、历史成本；没有关注未来，不符合企业价值评估目的。

第一节 企业价值评估的目的和对象

2.区分现时市场价格与公平市场价值

所谓“公平的市场价值”是指在公平的交易中，熟悉情况的双方，自愿进行资产交换或债务清偿的金额，就是指未来现金流入的现值。现时市场价值是指按现行市场价格计量的资产价值。它可能是公平的，也可能是不公平的。
(因为市场不完善，信息不对称，股票价格经常波动等)

第一节 企业价值评估的目的和对象

(三) 企业整体经济价值的类别

1. 实体价值与股权价值

企业实体价值=股权价值+净债务价值

企业全部资产的总体价值，称为“企业实体价值”。

股权价值在这里不是所有者权益的会计价值（账面价值），而是股权的**公平市场价值**。净债务价值也不是它们的会计价值（账面价值），而是净债务的公平市场价值。

第一节 企业价值评估的目的和对象

2.持续经营价值与清算价值

由营业所产生的未来现金流量的现值，称之为持续经营价值（简称**续营价值**）。

停止经营，出售资产所产生的现金流量，称之为清算价值。

一个企业的公平市场价值，应当是续营价值与清算价值中**较高的一个**。

第一节 企业价值评估的目的和对象

3.少数股权价值与控股权价值

少数股权价值是现有管理和战略条件下企业能够给股票投资人带来的现金流量现值；少数股权承认企业现有的管理和经营战略，买入者只是一个旁观者，基本上没有决策权（无法改变要素结合方式，无法影响企业价值）。

控股权价值是企业进行重组，改进管理和经营战略后可以为投资人带来的未来现金流量的现值。控股权获得改变企业生产经营方式（改变要素结合方式）的充分自由，或许能增加企业的价值。

第一节 企业价值评估的目的和对象

(1) 少数股权与控股权是在两个分割开来的市场上交易的，不同的资产。

(2) 控股权溢价 = 谋求控股权的投资者眼中的企业股权价值 - 少数股权投资者眼中的股权价值。

第一节 企业价值评估的目的和对象

【例-多选题】 (2012) 下列关于企业价值的说法中，错误的有（ ）。

- A.企业的实体价值等于各单项资产价值的总和
- B.企业的实体价值等于企业的现时市场价格
- C.企业的实体价值等于股权价值和净债务价值之和
- D.企业的股权价值等于少数股权价值和控股权价值之和

和

第一节 企业价值评估的目的和对象

【答案】 ABD

【解析】 企业作为整体虽然是由部分组成的，但是它不是各部分的简单相加，而是有机的结合，所以选项A的说法错误；企业价值评估的目的是确定一个企业的公平市场价值，并不是现时市场价值，所以选项B的说法错误；在进行企业价值评估时，需要明确拟评估的对象是少数股权价值还是控股权价值，两者是不同的概念，主要是由于评估的对象的不同，所以选项D的说法不正确。

第二节 企业价值评估方法

一、现金流量折现模型

企业价值评估与项目价值评估的区别与联系

联系	<ul style="list-style-type: none">1.都可以给投资主体带来现金流量，现金流越大则经济价值越大；2.现金流都具有不确定性，其价值计量都要使用风险概念；3.现金流都是陆续产生的，其价值计量都要使用现值概念。
区别	<ul style="list-style-type: none">1.投资项目寿命有限，企业寿命无限，要处理无限期现金流折现问题；2.典型的项目投资有稳定的或下降的现金流，而企业通常将收益再投资并产生增长的现金流；3.项目产生的现金流属于投资人（企业），而企业产生的现金流仅在决策层决定分配时才流向所有者。

第二节 企业价值评估方法

(一) 现金流量折现模型的参数和种类

1. 现金流量折现模型的参数

任何资产都可以使用现金流量折现模型来估价：

$$\text{价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{现金流量}_t}{(1 + \text{资本成本})^t}$$

第二节 企业价值评估方法

(1) 现金流量：实体现金流量、股权现金流量、股利现金流量。

(2) 资本成本——计算现值使用的折现率

①折现率必须和现金流量相互匹配。

②实体现金流量用加权平均资本成本折现，股权现金流量（及股利现金流量）用股权资本成本折现。

(3) 时间序列 (n)

产生现金流量的时间，无限期，通常划分为两阶段（详细预测期、后续期）。

第二节 企业价值评估方法

2.现金流量折现模型的种类

(1) 股利现金流量模型

$$\text{股权价值} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{股利现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t}$$

股利现金流量是企业分配给股权投资人的现金流量。

第二节 企业价值评估方法

(2) 股权现金流量模型

股权现金流量是一定期间企业可以提供给股权投资人的现金流量，它等于企业实体现金流量扣除对债权人支付后剩余的部分，也称为“股权自由现金流量”。

股权现金流量 = 实体现金流量 - 债务现金流量

$$\text{股权价值} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{股权现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t}$$

第二节 企业价值评估方法

(3) 实体现金流量模型

实体现金流量是企业全部现金流入扣除成本费用和必要的投资后的剩余部分，它是企业一定期间可以提供给所有投资人（包括股权投资人和债权投资人）的税后现金流量。

$$\text{实体价值} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{实体自由现金流量}_t}{(1 + \text{加权平均资本成本})^t}$$

$$\text{净债务价值} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{债务现金流量}_t}{(1 + \text{等风险债务成本})^t}$$

$$\text{股权价值} = \text{实体价值} - \text{净债务价值}$$

第二节 企业价值评估方法

【提示】如果把股权现金流量全部作为股利分配，股利现金流量模型和股权现金流量模型相同。为避免股利政策变动对估值的麻烦。因此大多数的企业估价使用股权现金流量模型或实体流量模型。

第二节 企业价值评估方法

(二) 现金流量折现模型参数的估计

1. 预测销售收入

预测销售收入是全面预测的起点，大部分财务数据与销售收入有内在联系。

2. 确定预测期间

(1) 预测的基期：是作为预测基础的时期，它通常是预测工作的上一年度。确定基期数据的方法有两种：一种是以上年实际数据作为基期数据；另一种是以修正后的上年数据作为基期数据。

(2) 预测期：包括详细预测期和后续期。

第二节 企业价值评估方法

两阶段	处理
第一阶段	一个有限的、明确的预测时期，称为“详细预测期”，或称“预测期”。 实务中通常为5—7年。
第二阶段	<p>预测期以后的无限时期，称为“后续期”，在此期间假设企业进入稳定状态。</p> <p>判断企业进入稳定状态的主要标志是：</p> <p>(1) 具有稳定的销售增长率，它大约等于宏观经济的名义增长率；</p> <p>(2) 企业有稳定的净投资资本报酬率，它与资本成本接近。</p> <p>【提示1】投资资本 = 净负债 + 股东权益 = 净经营资产；</p> <p>【提示2】“净投资资本报酬率”与第二章的“净经营资产净利率 = 税后经营净利润/净经营资产”相同。</p>

第二节 企业价值评估方法

【链接1】

净利润

= 税后经营净利润-税后利息费用

= 税前经营利润× (1-所得税税率) -利息× (1-所得税税率)

= EBIT× (1-T) -I× (1-T)

第二节 企业价值评估方法

【链接2】实体现金流量（从来源分析）

$$\begin{aligned} & \text{税后经营净利润} \\ & \quad + \text{折旧与摊销} \\ & = \text{营业现金（毛）流量} \\ & \quad - \text{经营营运资本净增加} \\ & = \text{营业现金净流量} \\ & \quad - \left. \begin{array}{l} \text{净经营长期资产增加} \\ \text{折旧与摊销} \end{array} \right\} \text{资本支出} \\ & = \text{实体现金流量} \end{aligned}$$

企业实体现金流量

$$= \text{税后经营净利润} - \text{净经营资产增加}$$

第二节 企业价值评估方法

【链接3】实体现金流量（从去向分析）

实体现金流量=股权现金流量+债务现金流量； 其中：

(1) 股权现金流量=股利-股票发行（或+股票回购）
=股利-股权资本净增加=净利润-留存收益的增加-增加的
股权资本=净利润-股东权益的增加

(2) 债务现金流量=税后利息-净负债增加（或+净负债减少）

所以：股权现金流量=实体现金流量-债务现金流量=
实体现金流量-税后利息+净负债增加（或-净负债减少）

第二节 企业价值评估方法

【例-计算题】（教材例子）A公司目前正处在高速增长的时期，20×0年的销售增长了12%。预计20×1年可以维持12%的增长率，20×2年开始逐步下降，每年下降2个百分点，20×5年下降到5%，20×6年及以后各年均按5%的比率持续增长，如表1所示。A公司基期销售收入1000万元。

第二节 企业价值评估方法

要求：预测该公司现金流量。

表1A公司的销售预测 单位：万元

年份	基期	20×1	20×2	20×3	20×4	20×5	20×6	20×7	20×8	20×9	2×10
销售增长率	12%	12%	10%	8%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

第二节 企业价值评估方法

表2 A公司的相关财务比率预测

项目	预测
销售成本 / 销售收入	70%
销售和管理费用 / 销售收入	5%
净经营资产 / 销售收入	80%
净负债 / 销售收入	40%
债务利率	6%
所得税税率	25%

第二节 企业价值评估方法

【答案】表3 A公司的预计现金流量 单位：万元

年 份	基期	20×1	20×2	20×3	20×4	20×5	20×6
销售增长率 (%)	12	12	10	8	6	5	5
销售收入	1000	1120	1232	1330.56	1410.39	1480.91	1554.96
销售成本		784	862	931.39	987.28	1036.64	1088.47
销售和管理费用		56	61.6	66.53	70.52	74.05	77.75
税前经营利润		280	308	332.64	352.6	370.23	388.74
经营利润所得税		70	77	83.16	88.15	92.56	97.18
税后经营净利润		210	231	249.48	264.45	277.67	291.55
净经营资产增加		96	89.6	78.85	63.87	56.42	59.24
实体现金流量		114	141.4	170.63	200.8	221.26	232.32
税后利息费用		20.16	22.18	23.95	25.39	26.66	27.99
净负债增加		48	44.8	39.42	31.93	28.21	29.62
股权现金流量		141.84	164.02	186.1	207.12	222.81	233.95

第二节 企业价值评估方法

【注意】 $96 = 1\,000 \times 12\% \times 80\%$

$20.16 = 1\,120 \times 40\% \times 6\% \times (1 - 25\%)$

$48 = 1\,000 \times 12\% \times 40\%$

$141.84 = 114 - (20.16 - 48)$

第二节 企业价值评估方法

【说明】在稳定状态下，实体现金流量、股权现金流量、债务现金流量的增长率和销售收入的增长率相同，因此可以根据销售增长率估计现金流量增长率。

第二节 企业价值评估方法

(三) 现金流量折现模型的应用

1. 股权现金流量模型

(1) 永续增长模型

永续增长模型假设企业未来长期稳定、可持续的增长。

在永续增长的情况下，企业价值是下期现金流量的函数。

永续增长模型的一般表达式如下：

股权价值 = 下期股权现金流量 / (股权资本成本 - 永续增长率)

第二节 企业价值评估方法

【例-计算题】（教材例子） B公司是一个规模较大的跨国公司，目前处于稳定增长状态。20×1年每股股权现金流量为2.5元。假设长期增长率为6%。预计该公司的长期增长率与宏观经济相同。据估计，该企业的股权资本成本为10%。

要求：计算该企业20×1年每股股权价值。

【答案】

每股股权价值 = $[2.5 \times (1 + 6\%)] / (10\% - 6\%) = 66.25$ (元/股)

第二节 企业价值评估方法

(2) 两阶段增长模型（假设后续期是稳定增长的）

两阶段增长模型的一般表达式：

股权价值 = 预测期股权现金流量现值 + 后续期价值的现值

假设预测期为 n ，则：

$$\text{股权价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{股权现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t} + \frac{\text{股权现金流量}_{n+1} / (\text{股权资本成本} - \text{永续增长率})}{(1 + \text{股权资本成本})^n}$$

第二节 企业价值评估方法

2.实体现金流量模型

(1)永续增长模型

$$\text{实体价值} = \frac{\text{下期实体现金流量}}{(\text{加权平均资本成本} - \text{永续增长率})}$$

(2)两阶段增长模型（假设后续期是稳定增长的）

实体价值=预测期实体现金流量现值+后续期价值的现

值

设预测期为n，则：

$$\text{实体价值} = \sum \frac{\text{实体现金流量}_t}{(1 + \text{加权平均资本成本})^t} + \frac{\text{实体现金流量}_{n+1} / (\text{加权平均资本成本} - \text{永续增长率})}{(1 + \text{加权平均资本成本})^n}$$

第二节 企业价值评估方法

【例-计算题】（教材例子） D企业预计 $20\times 1 \sim 20\times 5$ 年实体现金流量如下表所示，自 20×6 年进入稳定增长状态，永续增长率为5%。企业当前的加权平均资本成本为11%， 20×6 年及以后年份资本成本降为10%。债务当前的市场价值为4650万元，普通股当前每股市价12元，流通在外的普通股股数为1000万股。

要求：通过计算分析，说明该股票被市场高估还是低估了。

第二节 企业价值评估方法

【答案】 D企业每股股权价值 单位：万元

年份	20×0	20×1	20×2	20×3	20×4	20×5	20×6
实体现金流量		614.00	663.12	716.17	773.46	835.34	1 142.40
资本成本(%)		11	11	11	11	11	10
折现系数		0.9009	0.8116	0.7312	0.6587	0.5935	
成长期现值	2 620.25	553.15	538.20	523.66	509.50	495.73	
后续期价值	13 559.21					22 848.05	
实体价值合计	16 179.46						
净债务价值	4 650.00						
股权价值	11 529.46						
股数(股)	1 000						
每股价值(元)	11.53						

第二节 企业价值评估方法

【注意】后续期终值

$$=1\,142.40 \div (10\% - 5\%) = 22\,848.05 (\text{万元})$$

$$\text{后续期现值} = 22\,848.05 / (1 + 11\%)^5$$

$$= 13\,559.21 (\text{万元})$$

该股票目前每股市价12元，所以它被市场高估了。

第二节 企业价值评估方法

【例题·计算分析题】（2017年）2017年初，甲投资基金对乙上市公司普通股股权进行估值。乙公司2016年销售收入6000万元，销售成本（含销货成本、销售费用、管理费用等）占销售收入的60%，净经营资产4000万元。该公司自2017年开始进入稳定增长期。可持续增长率为5%，目标资本结构（净负债/股东权益）为1/1，2017年初流通在外普通股1000万股，每股市价22元。该公司债务税前利率8%，股权相对债权风险溢价5%，企业所得税税率25%。为简化计算，假设现金流量均在年末发生，利息费用按净负债期初余额计算。

第二节 企业价值评估方法

要求：

(1) 预计2017年乙公司税后经营净利润、实体现金流量、股权现金流量。

(2) 计算乙公司股权资本成本，使用股权现金流量法估计乙公司2017年初每股价值，并判断每股市价是否高估。

第二节 企业价值评估方法

【答案】

(1) 2017年乙公司税后经营净利润

$$= 6000 \times (1 + 5\%) \times (1 - 60\%) \times (1 - 25\%) =$$

1890 (万元)

$$\text{税后利息} = 4000 \times 1/2 \times 8\% \times (1 - 25\%) = 120 \text{ (万}$$

元)

$$\text{净利润} = 1890 - 120 = 1770 \text{ (万元)}$$

$$\text{实体现金流量} = 1890 - 4000 \times 5\% = 1690 \text{ (万元)}$$

$$\text{股权现金流量} = 1770 - 4000 \times 1/2 \times 5\% = 1670 \text{ (万元)}$$

第二节 企业价值评估方法

(2) 股权资本成本 = $8\% \times (1 - 25\%) + 5\% = 11\%$

股权价值 = $1670 / (11\% - 5\%) = 27833.33$ (万元)

每股价值 = $27833.33 / 1000 = 27.83$ (元)

每股价值高于每股市价22元，股价被低估。

第二节 企业价值评估方法

二、相对价值评估模型

(一) 基本原理

这种方法是利用类似企业的市场定价来估计目标企业价值的一种评估方法。

它的假设前提是存在一个支配企业市场价值的主要变量（如净利润、净资产等）。市场价值与该变量的比值，各企业是类似的，可比较的。

第二节 企业价值评估方法

【提示】 估算的结果是相对价值而不是内在价值。

相对价值模型分为两大类，一类是以**股权市价**为基础的模型，包括每股市价 / 每股收益、每股市价 / 每股净资产、每股市价 / 每股销售收入等模型。另一类是以**企业实体价值**为基础的模型，包括实体价值 / 息税折旧摊销前利润、实体价值 / 税后经营利润、实体价值 / 实体现金流量、实体价值 / 投资资本、实体价值 / 销售收入等比率模型。我们这里只讨论**三种最常用的股票市价模型**。

第二节 企业价值评估方法

1. 市盈率模型

(1) 基本模型

① 市盈率 = 每股市价 / 每股收益

② 目标企业每股价值

= 可比企业市盈率 × 目标企业每股收益

第二节 企业价值评估方法

(2) 模型原理

处于稳定状态下企业每股价值

$$P_0 = \text{每股股利}_1 / (\text{股权成本} - \text{增长率})$$

$$1) \text{本期市盈率} = \frac{\text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

$$2) \text{内在市盈率} = \frac{\text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

第二节 企业价值评估方法

驱动因素：企业的增长潜力、股利支付率、风险（股权成本），其中关键因素是企业的增长潜力。

【提示1】增长潜力类似，不仅指具有相同的增长率，还包括增长模式（永续、两阶段）的类似性。

【提示2】可比企业应当是这三个比例类似的企业，同业企业不一定都具有这种类似性。

第二节 企业价值评估方法

(3) 模型的适用性

市盈率模型	优点	(1) 计算市盈率的数据容易取得，并且计算简单； (2) 市盈率把价格和收益联系起来，直观地反映投入和产出的关系； (3) 市盈率涵盖了风险、增长率、股利支付率的影响，具有很高的综合性。
	局限性	如果收益是负值，市盈率就失去了意义；
	适用范围	市盈率模型最适合连续盈利的企业。

第二节 企业价值评估方法

【例-计算题】（教材例子）甲企业今年的每股收益是0.5元，分配股利0.35元 / 股，该企业净利润和股利增长率都是6%， β 值为0.75。政府长期债券利率为7%，股票的风险补偿率为5.5%。问该企业的本期市盈率和预期市盈率各是多少？

乙企业与甲企业是类似企业，今年实际每股收益为1元，根据甲企业的本期市盈率对乙企业估价，其股票价值是多少？乙企业预期明年每股收益是1.06元，根据甲企业的预期市盈率对乙企业估价，其股票价值是多少？

第二节 企业价值评估方法

甲企业股利支付率=每股股利÷每股净利

$$=0.35 \div 0.5 = 70\%$$

甲企业股权资本成本=无风险利率+ β ×风险附加率

$$=7\% + 0.75 \times 5.5\%$$

$$=11.125\%$$

甲企业本期市盈率= [股利支付率× (1+增长率)] ÷
(资本成本-增长率)

$$= [70\% \times (1+6\%)] \div (11.125\% - 6\%)$$

$$=14.48$$

第二节 企业价值评估方法

甲企业预期市盈率=股利支付率÷ (资本成本-增长率)

=70%÷ (11.125%-6%)

=13.66

乙企业股票价值=目标企业本期每股收益×可比企业本

期市盈率=1×14.48

=14.48 (元 / 股)

乙企业股票价值=目标企业预期每股收益×可比企业预

期市盈率=1.06×13.66

=14.48 (元 / 股)

第二节 企业价值评估方法

【例-单选题】 (2013) 甲公司2012年每股收益0.8元, 每股分配现金股利0.4元。如果公司每股收益增长率预计为6%, 股权成本为10%, 股利支付率不变, 公司的预期市盈率是 ()。

A.8.33

B.11.79

C.12.50

D.13.25

第二节 企业价值评估方法

【答案】C

【解析】股利支付率 = $0.4/0.8 = 50\%$,
预期市盈率 = $50\% / (10\% - 6\%) = 12.50$ 。

第二节 企业价值评估方法

2.市净率模型

(1) 基本模型

市净率=每股市价/每股净资产

目标企业每股价值=可比企业市净率×目标企业每股净资产

(2) 模型原理

$$1) \text{ 本期市净率} = \frac{\text{权益净利率}_0 \times \text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

$$2) \text{ 内在市净率} = \frac{\text{权益净利率}_1 \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

第二节 企业价值评估方法

驱动因素：权益净利率、股利支付率、增长率、股权成本，其中关键因素是权益净利率。

【提示】可比企业应当是这四个比例类似的企业，同业企业不一定都具有这种类似性。

第二节 企业价值评估方法

(3) 模型的适用性

市 净 率 模 型	优点	(1) 市净率极少为负值，可用于大多数企业； (2) 净资产账面价值的数据容易取得，并且容易理解； (3) 净资产账面价值比净利稳定，也不像利润那样经常被人为操纵； (4) 如果会计标准合理并且各企业会计政策一致，市净率的变化可以反映企业价值的变化。
	局限性	(1) 账面价值受会计政策选择的影响，如果各企业执行不同的会计标准或会计政策，市净率会失去可比性； (2) 固定资产很少的 服务性企业 和 高科技企业 ，净资产与企业价值的关系不大，其市净率比较没有实际意义； (3) 少数企业的净资产是负值，市净率没有意义，无法用于比较。
	适用范围	这种方法主要适用于需要拥有大量资产、净资产为正值的企业

第二节 企业价值评估方法

3.市销率模型

(1) 基本模型

市销率=每股市价/每股销售收入

目标企业每股价值=可比企业市销率×目标企业的每股
销售收入

第二节 企业价值评估方法

(2) 模型原理

$$1) \text{ 本期市销率} = \frac{\text{销售净利率}_0 \times \text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

$$2) \text{ 内在市销率} = \frac{\text{销售净利率}_1 \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

第二节 企业价值评估方法

驱动因素：**销售净利率**、股利支付率、增长率、股权成本，其中关键因素是销售净利率。

【提示】 可比企业应当是这四个比例类似的企业，同业企业不一定都具有这种类似性。

【注意】 这里的销售净利率就是第二章的营业净利率。

第二节 企业价值评估方法

(3) 模型的适用性

收入乘数模型	优点	(1) 它不会出现负值，对于亏损企业和资不抵债的企业，也可以计算出一个有意义的价值乘数； (2) 它比较稳定、可靠，不容易被操纵； (3) 市销率对价格政策和企业战略变化敏感，可以反映这种变化的后果。
	局限性	不能反映成本的变化，而成本是影响企业现金流量和价值的重要因素之一。
	适用范围	主要适用于销售成本率较低的服务类企业，或者销售成本率趋同的传统行业的企业。

第二节 企业价值评估方法

【例-单选题】某公司本年的销售收入为2000万元，净利润为250万元，利润留存率为50%，预计年度的增长率均为3%。该公司的 β 为1.5。国库券利率为4%，市场平均风险股票的报酬率为10%，则该公司的本期市销率为（ ）。

- A. 0.64
- B. 0.625
- C. 1.25
- D. 1.13

第二节 企业价值评估方法

【答案】 A

【解析】

$$\text{销售净利率} = 250 / 2000 = 12.5\%$$

$$\text{股利支付率} = 1 - 50\% = 50\%$$

$$\text{股权成本} = 4\% + 1.5 \times (10\% - 4\%) = 13\%$$

$$\begin{aligned}\text{本期市销率} &= 12.5\% \times 50\% \times (1 + 3\%) / (13\% - 3\%) \\ &= 0.64\end{aligned}$$

第二节 企业价值评估方法

(二) 模型的修正

进行修正的原因主要是经常找不到符合条件的可比企业。

1.修正的思路：以目标企业的关键驱动因素替代可比企业的关键驱动因素。

①市盈率模型：增长率

②市净率模型：权益净利率

③市销率模型：销售净利率

第二节 企业价值评估方法

2.修正过程

①用市价比率除以其关键驱动因素，得到修正的市价比率。

修正的市价比率 = 可比企业的市价比率 / (可比企业关键驱动因素 × 100)

②代入目标企业的关键驱动因素，对目标企业进行估价。

目标企业每股价值 = 修正的市价比率 × (目标企业关键驱动因素 × 100) × 目标企业的价值支配变量

第二节 企业价值评估方法

比率修正的方法——先平均后修正

修正 市盈率	$\text{修正的平均市盈率} = \frac{\text{可比企业平均市盈率}}{\text{可比企业平均增长率} \times 100}$ $\text{目标企业每股价值} = \text{修正的市盈率} \times (\text{目标企业增长率} \times 100) \times \text{目标企业每股收益}$
修正 市净率	$\text{修正的平均市净率} = \frac{\text{可比企业平均市净率}}{\text{可比企业平均权益净利率} \times 100}$ $\text{目标企业每股价值} = \text{修正的平均市净率} \times (\text{目标企业权益净利率} \times 100) \times \text{目标企业每股净资产}$
修正 市销率	$\text{修正的平均市销率} = \frac{\text{可比企业平均市销率}}{\text{可比企业平均销售净利率} \times 100}$ $\text{目标企业每股价值} = \text{修正的市销率} \times (\text{目标企业销售净利率} \times 100) \times \text{目标企业每股收入}$

第二节 企业价值评估方法

比率修正的方法——先修正后平均

修正市 盈率	<p>修正的市盈率= $\frac{\text{第}i\text{个可比企业市盈率}}{\text{第}i\text{个可比企业增长率} \times 100}$</p> <p>目标企业每股价值_i =第i个可比企业修正的市盈率× (目标企业增长率×100) ×目标企业每股收益</p> <p>目标企业每股价值 = $\sum_{i=1}^n \text{目标企业每股价值}_i / n$</p>
-----------	--

第二节 企业价值评估方法

修正市
净率

$$\text{修正的市净率} = \frac{\text{第}i\text{个可比企业市净率}}{\text{第}i\text{个可比企业权益净利率} \times 100}$$

$$\begin{aligned} & \text{目标企业每股价值}_i \\ &= \text{第}i\text{个可比企业修正的市净率} \times (\text{目标企业权益净利率} \times 100) \times \\ & \text{目标企业每股净资产} \end{aligned}$$

$$\text{目标企业每股价值} = \sum_{i=1}^n \text{目标企业每股价值}_i / n$$

第二节 企业价值评估方法

修正市
销率

修正的市销率 = $\frac{\text{第}i\text{个可比企业市销率}}{\text{第}i\text{个可比企业销售净利率} \times 100}$

目标企业每股价值_i
= 第i个可比企业 修正的市销率 × (目标企业销售净利率 × 100) × 目标企业每股收入

$$\text{目标企业每股价值} = \sum_{i=1}^n \text{目标企业每股价值}_i / n$$

第二节 企业价值评估方法

【例-计算分析题】D企业长期以来计划收购一家营业成本较低的服务类上市公司（以下简称“目标公司”），其当前的股价为18元/股。D企业管理层一部分人认为目标公司当前的股价较低，是收购的好时机，但也有人提出，这一股价高过了目标公司的真正价值，现在收购并不合适。D企业征求你对这次收购的意见。与目标公司类似的企业有甲、乙、丙、丁四家，但它们与目标公司之间尚存在某些不容忽视的重大差异。四家类比公司及目标公司的有关资料如下：

第二节 企业价值评估方法

项目	甲公司	乙公司	丙公司	丁公司	目标公司
普通股数	500万股	700万股	800万股	700万股	600万股
每股市价	18元	22元	16元	12元	18元
每股销售收入	22元	20元	16元	10元	17元
每股收益	1元	1.2元	0.8元	0.4元	0.9元
每股净资产	3.5元	3.3元	2.4元	2.8元	3元
预期增长率	10%	6%	8%	4%	5%

第二节 企业价值评估方法

要求：

(1) 说明应当运用相对价值法中的哪种模型计算目标公司的股票价值。

【答案】 由于目标公司属于营业成本较低的服务类上市公司，应当采用市销率模型计算目标公司的股票价值。

第二节 企业价值评估方法

(2) 分析指出当前是否应当收购目标公司（计算中保留小数点后两位）。

【答案】

项目	甲公司	乙公司	丙公司	丁公司	平均
每股市价	18元	22元	16元	12元	
每股销售收入	22元	20元	16元	10元	
市销率	0.82	1.10	1.00	1.20	1.03
销售净利率	4.55%	6%	5%	4%	4.89%

第二节 企业价值评估方法

平均修正市销率 = $1.03 / (4.89\% \times 100) = 0.21$

目标公司销售净利率 = $0.9 / 17 = 5.29\%$

目标公司每股价值

= 平均修正市销率 \times 目标公司销售净利率 $\times 100 \times$ 目标公司每股收入

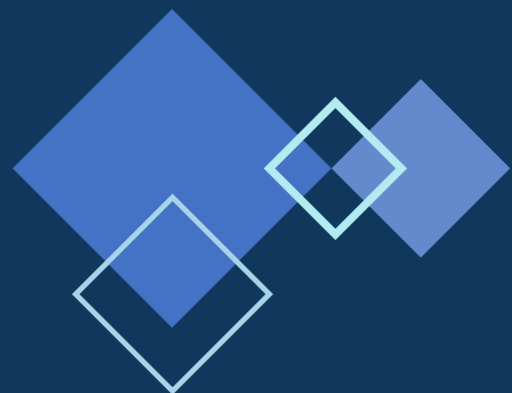
= $0.21 \times 5.29\% \times 100 \times 17 = 18.89$ 元/股

结论：目标公司的每股价值18.89元/股超过目前的股价18元/股，股票被市场低估，所以应当收购。

第八章 企业价值评估

本章重点

- (1) 现金流量折现模型的应用;
- (2) 相对价值评估模型的运用。



THANKS