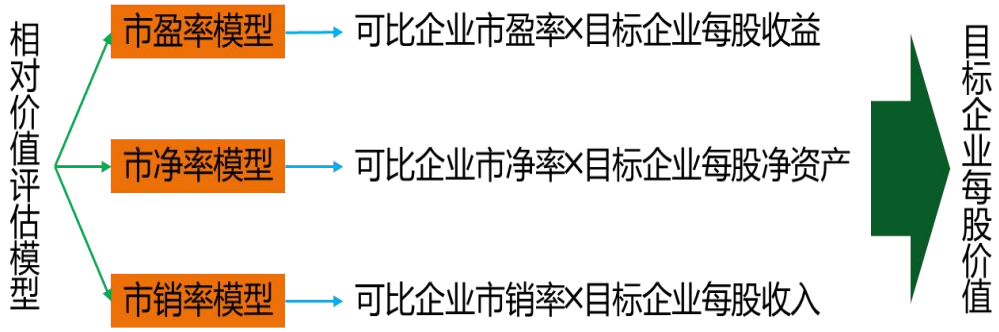
注册会计师
财务成本管理
教材精讲班

【知识点二】相对价值评估模型

（一）相对价值模型的原理：爱的小屋



$$目标物价值=\frac{参照物价值}{参照物关键因素}\times 目标物关键因素$$

1. 市盈率模型

$$本期市盈率=\frac{P_0}{每股收益_0}=\frac{股利支付率\times(1+增长率)}{股权成本-增长率}$$

$$P_0=\frac{D_0(1+g)}{R_s-g}$$

$$市盈率=\frac{\frac{D_0(1+g)}{R_s-g}}{每股收益_0}$$

$$预期（内在）市盈率=\frac{P_0}{每股收益_1}=\frac{股利支付率}{股权成本-增长率}$$

【提示】

(1)市盈率模型的驱动因素：增长潜力、股利支付率和风险（股权成本的高低与其风险有关），其中关键因素是增长潜力。可比企业应当是这三个比率类似的企业。

(2)在估价时目标企业本期净利必须要乘以可比企业本期市盈率；目标企业的预期净利必须乘以可比企业预期市盈率，两者必须匹配。

本期市盈率＝内在市盈率×（1+增长率）

2. 市净率模型

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

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

【提示】驱动因素：权益净利率、股利支付率、增长潜力和风险，其中关键因素是权益净利率。可比企业应当是四个比率类似的企业。

3. 市销率模型

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

$$预期（内在）市销率=\frac{营业净利率_1\times股利支付率}{股权成本-增长率}$$

【提示】驱动因素：营业净利率、股利支付率、增长潜力和风险，其中关键因素是营业净利率。可比企业应当是四个比率类似的企业。

【教材例 8-5】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的增长率都是 6%，β值为 0.75。政府长期债券利率为 7%，股票的市场风险溢价为 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，今年实际每股净利为 1 元，根据甲企业本期市盈率对乙企业估值，其股票价值是多少？乙企业预期明年每股净利是 1.06 元，根据甲企业的预期市盈率对乙企业估值，其股票价值是多少？

【答案】

甲企业股利支付率=每股股利÷每股收益=0.35÷0.5=70%

甲企业股权成本=无风险利率+β×市场风险溢价=7%+0.75×5.5%=11.125%

甲企业本期市盈率=[股利支付率×（1+增长率）]÷（股权成本-增长率）=[70%×(1+6%)]÷(11.125%-6%）=14.48

甲企业预期市盈率=股利支付率÷（股权成本-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）

【2016 年•单选题】甲公司进入可持续增长状态，股利支付率 50%，权益净利率 20%，股利增长率 5%，股权资本成本 10%。甲公司的内在市净率是（　　）。

A. 2

B. 10.5

C. 10

D. 2.1

【答案】 A

【解析】内在市净率=股利支付率×权益净利率 1/（股权成本-增长率）=50%×20%/（10%-5%）=2。

4. 模型的适用性

（1）市盈率模型的适用性

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**

（2）市净率模型的适用性

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，其市净率比较没有什么实际意义；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

【教材例 8-6】在表 8-6 中，列出了 20×0 年汽车制造业 6 家上市公司的市盈率和市净率，以及全年平均实际股价。请用这 6 家企业的平均市盈率和市净率评价江铃汽车的股价，哪一个更接近实际价格？为什么？

20×0 年 6 家上市公司的市盈率和市净率

公司名称	每股收益（元）	每股净资产（元）	平均价格（元）	市盈率	市净率
上海汽车	0.53	3.43	11.98	22.60	3.49
东风汽车	0.37	2.69	6.26	16.92	2.33
一汽四环	0.52	4.75	15.40	29.62	3.24
一汽金杯	0.23	2.34	6.10	26.52	2.61
天津汽车	0.19	2.54	6.80	35.79	2.68
长安汽车	0.12	2.01	5.99	49.92	2.98
平均				30.23	2.89
江铃汽车	0.06	1.92	6.03		

按市盈率估值=0.06×30.23=1.81（元/股）

按市净率估值=1.92×2.89=5.55（元/股）

市净率的评价更接近实际价格。因为汽车制造业是一个需要大量资产的行业。由此可见，合理选择模型的种类对于正确估值是很重要的。

（3）市销率模型的适用性

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市销率； 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**

【教材例 8-7】甲公司是一个大型连锁超市，具有行业代表性。该公司目前每股营业收入为 83.06 元，每股收益为 3.82 元。公司采用固定股利支付率政策，股利支付率为 74%。预期净利润和股利的长期增长率为 6%。该公司的β值为 0.75，假设无风险利率为 7%，平均风险股票报酬率为 12.5%。乙公司也是一个连锁超市企业，与甲公司具有可比性，目前每股营业收入为 50 元。请根据市销率模型估计乙公司的股票价值。

【解析】营业净利率＝3.82÷83.06×100%＝4.6%

股权成本＝7%＋0.75×（12.5%－7%）＝11.125%

市销率＝[4.6%×74%×（1＋6%）]/（11.125%－6%）＝0.704

乙公司股票价值＝50×0.704＝35.20（元）

【2013 年•单选题】下列关于相对价值评估模型适用性的说法中，错误的是（　　）。

A.市净率估值模型不适用于资不抵债的企业

B.市净率估值模型不适用于固定资产较少的企业

C.市销率估值模型不适用于销售成本率较低的企业

D.市盈率估值模型不适用于亏损的企业

【答案】 C

【解析】市净率估值模型适用于需要拥有大量资产，净资产为正值的企业，资不抵债说明所有者权益为负值，选项 A、B 表述正确；市销率模型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，选项 C 表述错误；市盈率模型最适合连续盈利，并且贝塔值接近 1 的企业，选项 D 正确。

5. 模型的修正（剔除关键驱动因素的差异）

（1）去除市价比率中的关键驱动因素，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）载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

（3）修正的方法

1）修正平均市价比率法——先平均、再修正

①计算可比企业的算术平均市价比率和算数平均关键驱动因素；

②去除可比企业平均市价比率中的关键因素，得到修正的平均市价比率[算术平均市价比率/（算术平均关键驱动因素×100）]；

③将目标企业的关键因素载入修正的平均市价比率，对目标企业进行估价。

2）股价平均法——先修正、再平均

①去除每一家可比企业的市价比率中的关键驱动因素，得到每一家可比企业的修正市价比率

可比企业的市价比率/（该可比企业的关键驱动因素×100 ）

②将目标企业的关键驱动因素载入各可比企业的修正市价比率，计算目标企业相对于每一家可比企业的相对价值；

③计算上述相对价值的算术平均数，作为目标企业价值。

【教材例 8-8】乙公司是一个制造业企业，其每股收益为 0.5 元/股，股票价格为 15 元。假设制造业上市企业中，增长率、股利支付率和风险与乙企业类似的有 3 家，它们的市盈率如表 8-7 所示。用市盈率法评估，乙企业的股价被市场高估了还是低估了？

3 家上市公司市盈率

企业名称	本期市盈率
A	24.3
B	32.1
C	33.3
平均数	29.9

由于：股票价值=0.5×29.9=14.95（元/股），实际股票价格是 15 元，所以乙企业的股价被市场高估了。

【教材例 8-9】依前【例 8-8】数据。各可比公司的预期增长率如表 8-8 所示。乙企业的每股收益是 0.5 元/股，假设预期增长率是 15.5%。

可比公司的预期增长率

企业名称	本期市盈率	预期增长率（%）
A	24.3	11
B	32.1	17
C	33.3	18
平均数	29.9	15.33

方法 1：（1）修正平均市盈率法

修正平均市盈率=可比公司平均市盈率÷（可比公司平均预期增长率×100）

=29.9÷(15.33%×100)=1.95

乙公司每股价值=修正平均市盈率×目标公司预期增长率×100×目标公司每股收益

=1.95×15.5%×100×0.5=15.11（元/股）。

方法 2：股价平均法

这种方法是根据各可比企业的修正市盈率估计乙公司的价值。

目标公司每股价值=可比公司修正市盈率×目标公司预期增长率×100×目标公司每股收益

然后，将得出股票估值进行算术平均，计算结果如表 8-9 所示。

企业名称	本期市盈率	预期增长率（%）	修正市盈率	乙公司每股收益（元）	乙公司预期增长率（%）	乙公司每股价值（元）
A	24.3	11	2.21	0.5	15.5	17.13
B	32.1	17	1.89	0.5	15.5	14.65
C	33.3	18	1.85	0.5	15.5	14.34
平均数						15.37

【2011 年•单选题】使用股票市价比率模型进行企业价值评估时，通常需要确定一个关键因素，并用此因素的可比企业平均值对可比企业的平均市价比率进行修正。下列说法中，正确的是（　　）。

A.修正市盈率的关键因素是每股收益

B.修正市盈率的关键因素是股利支付率

C.修正市净率的关键因素是权益净利率

D.修正市销率的关键因素是增长率

【答案】 C

【解析】修正市盈率的关键因素是增长率，修正市净率的关键因素是权益净利率，修正市销率的关键因素是营业净利率。

【2018 年•单选题】甲公司是一家制造业企业，每股收益 0.5 元，预期增长率 4%，与甲公司可比的 4 家制造业企业的平均市盈率是 25 倍，平均预期增长是 5%，用修正平均市盈率法估计的甲公司每股价值是（　）元。

A.10　　B.13　　C.12.5　　D.13.13

【答案】 A

【解析】修正平均市盈率＝25/（5%×100）＝5，甲公司每股价值＝5×4%×100×0.5＝10（元）

【2012 年•计算题】甲公司是一家尚未上市的机械加工企业。公司目前发行在外的普通股股数为 4000 万股，预计 2012 年的营业收入为 18000 万元，净利润为 9360 万元。公司拟采用相对价值评估模型中的市销率（市价÷收入比率）估价模型对股权价值进行评估，并收集了三个可比公司的相关数据，具体如下：

可比公司	预计营业收入（万元）	预计净利润（万元）	普通股股数（万股）	当前股票价格（元/股）
A 公司	20000	9000	5000	20.00
B 公司	30000	15600	8000	19.50
C 公司	35000	17500	7000	27.00

要求：

（1）计算三个可比公司的市销率，使用修正平均市销率法计算甲公司的股权价值。

（2）分析市销率估值模型的优点和局限性，该种估值方法主要适用于哪类企业？

【答案】（1）

可比公司	每股营业收入（元/股）	市销率	预计营业净利率
A 公司	4	5.00	45%
B 公司	3.75	5.20	52%
C 公司	5	5.40	50%
平均值		5.20	49%
甲公司	4.5		52%

修正平均市销率=平均市销率/（平均预计营业净利率×100）=5.2/49=10.61%

甲公司每股价值=修正平均市销率×甲公司预计营业净利率×100×甲公司每股营业收入=10.61%×52%×100×4.5=24.83（元）

甲公司股权价值=每股价值×普通股股数=24.83×4000=99320（万元）

或者：甲公司股权价值=5.2/49%×52%×4.5×4000=99330.61（万元）。

（2）市销率估值模型的优点和局限性、适用范围

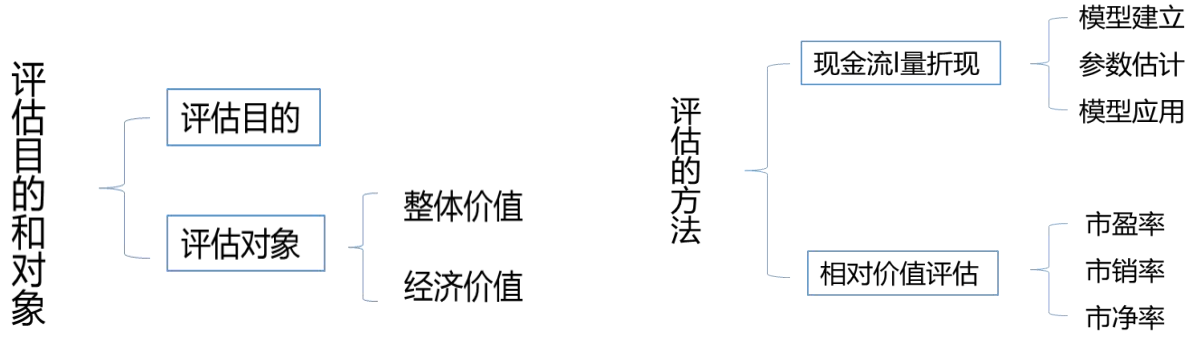
优点：

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市销率；

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。

市销率估值方法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。

本章小结