

第二节 企业价值评估方法

【知识点二】相对价值评估模型

(一) 相对价值模型的原理

2. 市净率模型

(1) 基本模型

市净率是指**每股市价**与**每股净资产**的比率

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

本期市净率=股利支付率*权益净利率*(1+增长率)/(股权成本-增长率)

内在(预期)市净率=股利支付率*权益净利率/(股权成本-增长率)



$$\begin{aligned} \text{本期市净率} &= P_0 / \text{每股净资产}_0 = \frac{D_0 * (1+g) / (r_s - g)}{\text{每股净资产}_0} \quad \begin{array}{l} \text{每股净资产}_0 = \\ \text{每股收益} / \text{权益净利率} \end{array} \\ &= \text{股利支付率} * \text{权益净利率} * (1+增长率) / (\text{股权成本} - \text{增长率}) \\ \text{内在(预期)市净率} &= P_0 / \text{每股净资产}_1 = \frac{D_1 / (r_s - g)}{\text{每股净资产}_1} \\ &= \text{股利支付率} * \text{权益净利率} / (\text{股权成本} - \text{增长率}) \end{aligned}$$

【何你说】

市净率的驱动因素：权益净利率、增长潜力、股利支付率和风险

关键因素：权益净利率

(3) 模型的优缺点及适用性

市净率估值模型的优点：

首先，净利为负值的企业不能用市盈率进行估值，而**市净率极少为负值**，可用于大多数企业。

其次，净资产账面价值的**数据容易取得**，并且**容易理解**。

再次，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。

最后，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。

市净率的局限性：

首先，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**。

其次，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。

最后，**少数企业的净资产是0或负值**，市净率没有意义，无法用于比较。

因此，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**。

【例 7-6】下表列出了 20x0 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？

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 x 30.23 = 1.81 (元/股)

按市净率估值=1.92 x 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

(1) 基本模型

市销率是指每股市价与每股营业收入的比率。

市销率=每股市价÷每股营业收入

目标企业每股价值=可比企业市销率×目标企业每股营业收入

(2) 模型原理

本期市销率=股利支付率*营业净利率*(1+增长率)/(股权成本-增长率)

内在(预期)市销率=股利支付率*营业净利率/(股权成本-增长率)



$$\begin{aligned} \text{本期市销率} &= P_0 / \text{每股收入}_0 = \frac{D_0 * (1+g) / (r_s - g)}{\text{每股收入}_0} \quad \begin{matrix} \text{每股收入}_0 = \\ \text{每股收益} / \text{营业净利率} \end{matrix} \\ &= \text{股利支付率} * \text{营业净利率} * (1+增长率) / (\text{股权成本} - \text{增长率}) \\ \text{内在(预期)市销率} &= P_0 / \text{每股收入}_1 = \frac{D_1 / (r_s - g)}{\text{每股收入}_1} \\ &= \text{股利支付率} * \text{营业净利率} / (\text{股权成本} - \text{增长率}) \end{aligned}$$

【何你说】

市销率的驱动因素：营业净利率、增长潜力、股利支付率和风险

关键因素：营业净利率

(3) 模型的优缺点及适用性

市销率估值模型的优点：

首先，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。其次，它比较稳定、可靠，不容易被操纵。最后，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。

市销率估值模型的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。

因此，这种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。

【例题·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=50%×20%/（10%-5%）=2。

【例题·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.市盈率估价模型不适用于亏损的企业
- B.市净率估价模型不适用于资不抵债的企业
- C.市净率估价模型不适用于固定资产较少的企业
- D.市销率估价模型不适用于销售成本率较低的企业

答案：D

解析：市销率估价模型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。

【例题·单选题】甲公司采用固定股利支付率政策，股利支付率 50%，2014 年甲公司每股收益 2 元。预期可持续增长率 4%，股权资本成本 12%，期末每股净资产 10 元，没有优先股。2014 年末甲公司的本期市净率为（ ）

- A.1.25
- B.1.20
- C.1.35
- D.1.30

$$2/10*50%*(1+4\%)/(12\%-4\%)=1.3$$

答案：D

解析：本期市净率=2/10*50%*(1+4%)/(12%-4%)=1.3

【例题·单选题】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%，股权资本成本为 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

$$0.4/0.8/(10\%-6\%)=12.5$$

答案：C

解析：公司的预期市盈率=0.4/0.8/(10%-6%)=12.5