

第二节 企业价值评估方法

【知识点二】相对价值评估模型

(二) 相对价值模型的应用

1. 可比企业的选择

相对价值法应用的主要困难是**选择可比企业**。

比如：市盈率取决于增长潜力、股利支付率和风险（股权成本）。选择可比企业时，需要先估计目标企业的这三个比率，然后按此条件选择可比企业。在三个因素中，**最重要的驱动因素是增长率**，应给予格外重视。

【例 7-8】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。假设制造业上市公司中，增长率、股利支付率和风险与乙公司类似的有 3 家，它们的本期市盈率如下表所示。用市盈率法评估，乙公司的股价被市场高估了还是低估了？

3 家上市公司市盈率

公司名称	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。市盈率的平均数通常采用简单算术平均。

2. 修正的市价比率

选择可比企业的时候，往往不像上述举例那么简单，经常**找不到符合条件的可比企业**。尤其是要求的可比条件较严格，或者同行业的上市企业很少的时候，经常找不到足够的可比企业。解决问题的办法之一是采用**修正的市价比率**。

(二) 相对价值模型的应用

(1) 修正市盈率

a. 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）

目标公司每股价值=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

b. 股价平均法

目标公司每股价值=**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，将得出的股票估值进行算术平均。

【例 7-9】依【例 7-8】数据，各可比公司的预期增长率如下表所示。

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

乙公司的每股收益是 0.5 元/股，假设预期增长率是 15.5%。有两种评估方法：

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 x100）= 29.9/15.33 = 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）

股价平均法：乙公司每股价值

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			1.9833			15.37

这两种评估方法，同样适用于修正市净率和修正市销率估值。

(2) 修正市净率

市净率的驱动因素有增长率、股利支付率、权益净利率和风险。其中，**关键因素是权益净利率**。因此：

修正市净率=可比企业市净率/（可比企业预期权益净利率×100）

目标企业每股价值=修正市净率×目标企业预期权益净利率×100 ×目标企业每股净资产

(3) 修正市销率

市销率的驱动因素是增长率、股利支付率、营业净利率和风险。其中，**关键因素是营业净利率**。因此：

修正市销率=可比公司市销率/（可比公司预期营业净利率×100）

目标公司每股价值=修正市销率×目标公司预期营业净利率× 100×目标公司每股销售收入

上述过程仅针对目标公司与可比公司的单一影响因素差异进行了市价比率的修正。实务中，目标公司与可比公司可能存在多个影响因素的差异，因此，可将目标公司与可比公司的相关影响因素进行比较，计算调整系数，对可比公司的市价比率进行调整，最终得出适合目标公司的修正的市价比率。具体公式如下：

修正的市价比率=可比公司的市价比率 x 可比公司调整系数

=可比公司的市价比率 x ∏ 影响因素 A_i 的调整系数

影响因素 A_i 的调整系数=目标公司系数/可比公司系数

【例题·单选题】使用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：市盈率的关键因素是增长率，市净率的关键因素是权益净利率，市销率的关键因素是销售净利率。

【真题·计算题】甲公司是一家尚未上市的高科技企业，固定资产较少，人工成本占销售成本的比重较大。为了进行以价值为基础的管理，公司拟采用相对价值评估模型对股权价值进行评估，有关资料如下：

(1) 甲公司 2013 年度实现净利润 3000 万元，年初股东权益总额为 20000 万元，年末股东权益总额为 21800 万元，2013 年股东权益的增加全部源于利润留存。公司没有优先股，2013 年年末普通股股数为 10000 万股，公司当年没有增发新股，也没有回购股票。预计甲公司 2014 年及以后年度的利润增长率为 9%，权益净利率保持不变。

(2) 甲公司选择了同行业的 3 家上市公司作为可比公司，并收集了以下相关数据：

可比公司	每股收益（元）	每股净资产（元）	权益净利率	每股市价（元）	预期利润增长率
A 公司	0.4	2	21.20%	8	8%
B 公司	0.5	3	17.50%	8.1	6%
C 公司	0.5	2.2	24.30%	11	10%

要求（1）使用市盈率模型下的修正平均市盈率法计算甲公司的每股股权价值。

要求（2）使用市净率模型下的修正平均市净率法计算甲公司的每股股权价值。

要求（3）判断甲公司更适合使用市盈率模型和市净率模型中的哪种模型进行估值，并说明原因。

(1) 甲公司每股收益=3 000/10 000=0.3（元）

可比公司平均市盈率=（8/0.4+8.1/0.5+11/0.5）/3=19.4

可比公司平均增长率=（8%+6%+10%）÷3=8%

甲公司每股股权价值=19.4÷8%×9%×0.3=6.55（元）

(2) 甲公司每股净资产=21 800/10 000=2.18（元）

可比公司平均市净率=（8/2+8.1/3+11/2.2）/3=3.9

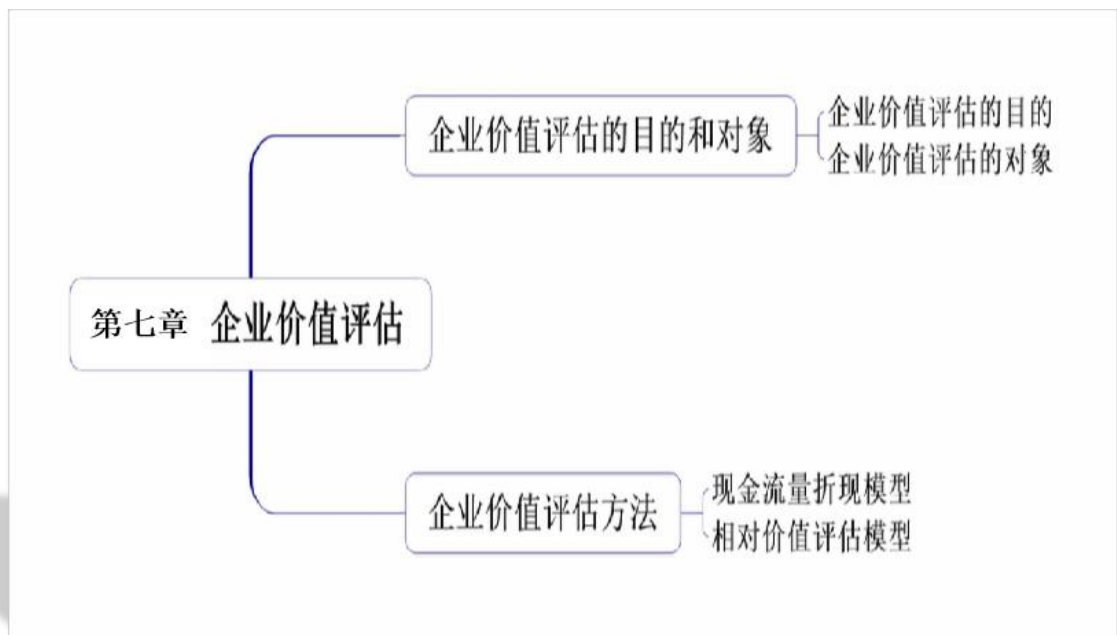
可比公司平均权益净利率=（21.2%+17.5%+24.3%）÷3=21%

甲公司权益净利率=3 000/[（20 000+21 800）/2]=14.35%

甲公司每股股权价值=3.9÷21%×14.35%×2.18=5.94（元）

(3) 甲公司的固定资产较少，净资产与企业价值关系不大，市净率法不适用；市盈率法把价格和收益联系起来，可以直观地反映收入和产出的关系。用市盈率法对甲公司估值更合适。

第七章 企业价值评估



自问自答

企业价值评估

1. 企业价值评估的对象（实体/股权、持续经营/清算、少数股权/控股权）
2. 现金流量折现模型（管理用现金流量表、资本成本、2+2 折现）

3.相对价值评估模型（内在市盈率、本期市盈率、修正平均市盈率法、股价平均法、）

总结

低头全是题海

抬头啊

是前程上岸