



第七章 企业价值评估



第七章 企业价值评估

【知识点1/3】 企业价值评估的对象-客

价值评估的一般对象是企业**整体的经济价值**。企业整体的经济价值是指企业作为一个**整体的公平市场价值**，或者说是一个整体未来现金流量的现值。

分类	含义	提示
实体价值和 股权价值	企业全部资产的总体价值，为企业实体价值	企业实体价值=股权价值+净负债价值
	股权的公平市场价值是股权价值	
持续经营价值 和清算价值	由营业所产生的未来现金流量的现值，称为持续经营价值（简称续营价值）	一个企业的公平市场价值，应当是其持续经营价值与清算价值中 较高 的一个
	停止经营，出售资产产生的现金流，称为清算价值	
少数股权价值 和控股权价值	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是少数股权价值	控股权溢价 = V （新的）- V （当前）
	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是控股权价值	



第七章 企业价值评估

【知识点2/3】现金流量折现模型-主

(一) 现金流量折现模型的种类

分类	公式
股利现金流量模型	股权价值 = $\sum_{t=1}^n \frac{\text{股利现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t}$
股权现金流量模型	股权价值 = $\sum_{t=1}^n \frac{\text{股权现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t}$
实体现金流量模型	实体价值 = $\sum_{t=1}^n \frac{\text{实体自由现金流量}_t}{(1 + \text{加权平均资本成本})^t}$ 股权价值 = 实体价值 - 净债务价值 净债务价值 = $\sum_{t=1}^n \frac{\text{偿还债务现金流量}_t}{(1 + \text{等风险债务成本})^t}$

注：股利现金流量是企业**分配给股权投资人的**现金流量。

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。

实体现金流量是企业一定期间**可以提供给所有投资人**（包括股权投资人和债权人）的税后现金流量。



第七章 企业价值评估

【知识点2/3】现金流量折现模型-主

(二) 现金流量折现模型参数的估计

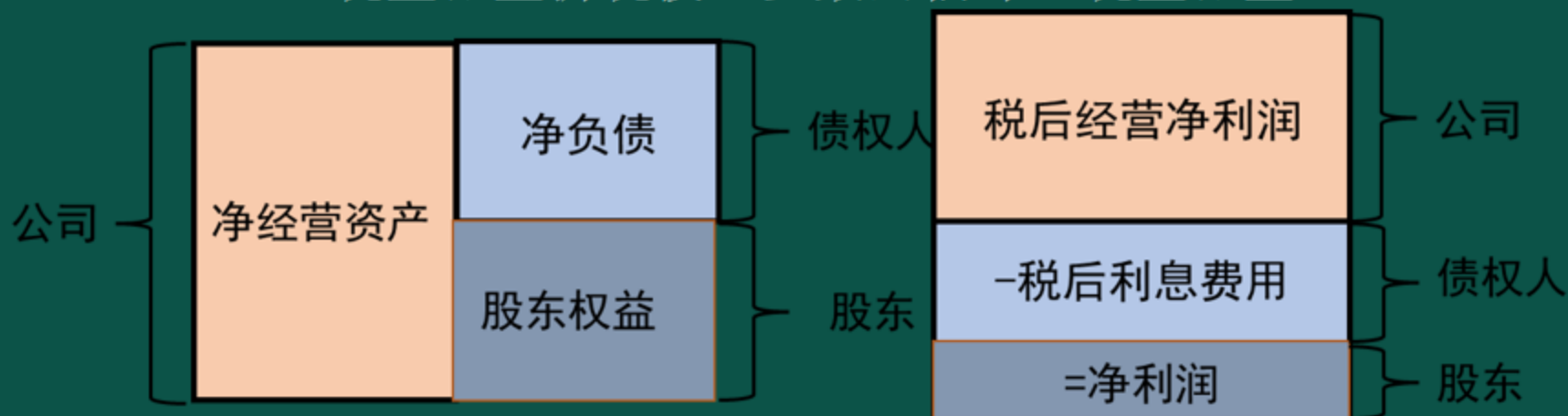
现金流量折现模型中的相关参数为：现金流量、资本成本、时间序列。相关参数是相互影响的，**股权现金流量使用股权资本成本折现，实体现金流量使用加权平均资本成本折现。**



第七章 企业价值评估

【知识点2/3】现金流量折现模型-主

(二) 现金流量折现模型参数的估计 (现金流量)



实体现金流量=税后经营净利润-净经营资产的增加 (公司)

债务现金流量=税后利息费用-净负债的增加 (债权人)

股权现金流量=净利润-所有者权益的增加 (股东)

实体现金流量=债务现金流量+股权现金流量



第七章 企业价值评估

【知识点2/3】现金流量折现模型-主

(二) 现金流量折现模型参数的估计- (现金流量)

实体现金流量= (税后经营净利润+折旧与摊销) - 经营营

运资本增加- 资本支出

= (税后经营净利润+折旧与摊销) - 经营营运资本增加- (

净经营长期资产增加+折旧与摊销)

= 税后经营净利润- 净经营资产增加

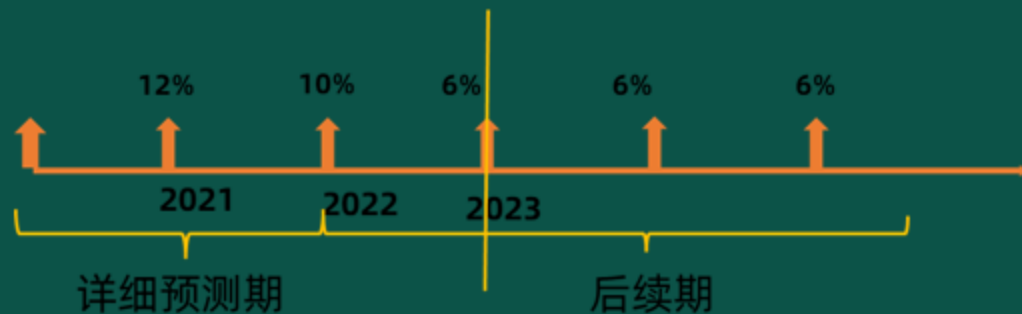


第七章 企业价值评估

【知识点2/3】现金流量折现模型-主

(二) 现金流量折现模型参数的估计- (确定预测期间)

预测基期	以上年实际数据作为基期数据; 以修正后的上年数据作为基期数据
详细预测期	实务中的详细预测期通常为5-7年, 如果有疑问还应当延长, 但很少超过10年。企业增长的不稳定时期有多长, 预测期就应当有多长。
后续期	企业具有稳定的销售增长率, 数值上大约等于宏观经济的名义增长率。宏观经济的增长率大多在2%-6%之间





第七章 企业价值评估

【知识点2/3】现金流量折现模型-主

（三）现金流量折现模型的应用

1、永续增长模型：

股权价值=下期股权现金流量/（股权资本成本-永续增长率）

实体价值=下期实体现金流量/（加权平均资本成本-永续增长率）

2、两阶段增长模型

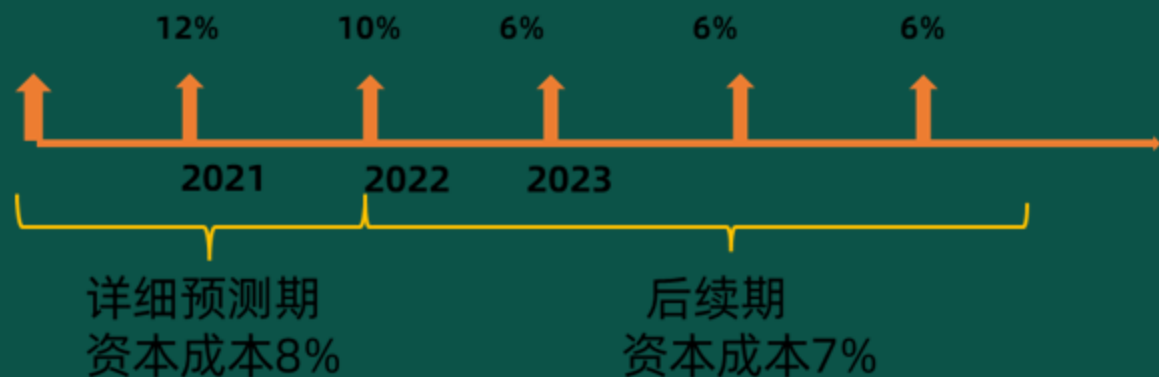
股权价值=详细预测期股权现金流量现值+后续期股权现金流量现值

实体价值=详细预测期实体现金流量现值+后续期实体现金流量现值

详细预测期和后续期的折现率是否一致，不一致折现时要注意！



第七章 企业价值评估



价值评估2+2

2部分

详细预测期
价值

1个数折现
×复利现值系数

后续期价值

1群数折现变
1个数

1个数折现到现在

2阶段



第七章 企业价值评估

【提示】

股权价值很重要（企业并购中，焦点在于**股权价值**）

股权价值可以**直接计算**：股权现金流量、折现率（股权资本成本）

也可以**曲线救国**：企业价值-净负债价值

1、先算企业价值：实体现金流量、折现率（加权平均资本成本），

2、减去净负债价值：债务现金流量、折现率（债务资本成本）或者直接按账面价值去计算（看题目要求）



第七章 企业价值评估

【知识点3/3】相对价值评估模型-主/客

(一) 市盈率模型

1. 市盈率估值的基本模型

目标企业每股价值=可比企业市盈率×目标企业每股收益

2. 市盈率的公式

本期市盈率=股利支付率* (1+增长率) / (股权成本-增长率)

内在(预期、动态)市盈率=股利支付率/ (股权成本-增长率)

3. 驱动因素

市盈率的驱动因素：增长潜力、股利支付率和风险

关键因素：增长潜力



现在长得快
未来不长了



第七章 企业价值评估

【知识点3/3】相对价值评估模型-主/客

(二) 市净率模型

1. 市净率估值的基本模型

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. 市净率的公式

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)

3. 驱动因素

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



现在长得快
未来不长了



第七章 企业价值评估

【知识点3/3】相对价值评估模型-主/客

(三) 市销率模型

1. 市销率估值的基本模型

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. 市销率的公式

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)

3. 驱动因素

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



现在长得快
未来不长了



第七章 企业价值评估

【知识点3/3】相对价值评估模型-主/客

(四) 三个模型的优缺点和适用范围

1. 市盈率模型

优点	首先，计算市盈率的数据容易取得，并且计算简单，其次，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；最后，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0或负值，市盈率就失去了意义。
适用范围	最适合连续盈利的企业。



第七章 企业价值评估

【知识点3/3】相对价值评估模型-主/客

(四) 三个模型的优缺点和适用范围

2. 市净率模型

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值容易取得，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。
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。
适用范围	适用于需要拥有大量资产、净资产为正值的企业。



第七章 企业价值评估

【知识点3/3】相对价值评估模型-主/客

(四) 三个模型的优缺点和适用范围

3. 市销率模型

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。
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	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。



第七章 企业价值评估

【知识点3/3】相对价值评估模型-主/客

(五) 三个模型的修正

- 1、修正平均市盈率法
- 2、股价平均法



第七章 企业价值评估

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



第七章 企业价值评估

修正平均市盈率法：

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	
B	32.1	17	1.89	0.5	15.5	
C	33.3	18	1.85	0.5	15.5	
平均数	29.9	15.33	1.9504			15.12



第七章 企业价值评估

【知识点3/3】相对价值评估模型-主/客

(五) 三个模型的修正

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：

$$\begin{aligned} \text{修正的市价比率} &= \text{可比公司的市价比率} \times \text{可比公司调整系数} \\ &= \text{可比公司的市价比率} \times \prod \text{影响因} \end{aligned}$$

素 A_i 的调整系数

$$\text{影响因素}A_i\text{的调整系数} = \text{目标公司系数} / \text{可比公司系数}$$