

第二节 企业价值评估方法

【知识点】相对价值评估模型

相对价值法，是将目标企业与可比企业对比，用可比企业的价值衡量目标企业的价值。

（一）相对价值法的原理

1. 市盈率模型

（1）基本模型

市盈率 = 每股市价 / 每股收益

目标企业每股价值 = 可比企业市盈率 × 目标企业每股收益

【提示】该模型假设每股市价是每股收益的一定倍数。每股收益越大，则每股价值越大。同类企业有类似的市盈率，所以目标企业的每股价值可以用每股收益乘以可比企业市盈率计算。

（2）模型原理

根据股利折现模型，处于稳定状态企业的每股价值为：

$$\begin{aligned}\text{每股价值 } P_0 &= \frac{\text{每股股利}_1}{\text{股权成本} - \text{增长率}} \\ &= \frac{\text{每股收益}_0 \times (1 + \text{增长率}) \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}\end{aligned}$$

◆ 本期市盈率 = $P_0 / \text{每股收益}_0$

$$\begin{aligned}&= \frac{\text{每股收益}_0 \times (1 + \text{增长率}) \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}} / \text{每股收益}_0 \\ &= \frac{\text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})}{\text{股权成本} - \text{增长率}}\end{aligned}$$

◆ 内在市盈率（预期市盈率） = $P_0 / \text{每股收益}_1$

$$\begin{aligned}&= \frac{\text{每股收益}_0 \times (1 + \text{增长率}) \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}} / \text{每股收益}_1 \\ &= \frac{\text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}\end{aligned}$$

【提示】市盈率的驱动因素是企业的增长潜力、股利支付率和风险（股权成本的高低与其风险有关），关键因素是增长潜力。所谓“增长潜力”类似，不仅指具有相同的增长率，还包括增长模式的类似性，例如，同为永续增长，还是同为由高增长转为永续低增长。

这三个因素类似的企业，才会具有类似的市盈率。可比企业实际上应当是这三个比率类似的企业，同业企业不一定都具有这种类似性。

【例题 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增长率都是 6%，β 值为 0.75。政府长期债券利率为 7%，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，今年实际净利为 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？乙企业预期明年净利是 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？

答案：

甲企业股利支付率 = 每股股利 ÷ 每股收益 = $0.35 \div 0.5 = 70\%$

甲企业股权资本成本 = 无风险利率 + $\beta \times \text{市场风险溢价} = 7\% + 0.75 \times 5.5\% = 11.125\%$

甲企业本期市盈率 = $[\text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})] \div (\text{资本成本} - \text{增长率})$
 $= [70\% \times (1 + 6\%)] \div (11.125\% - 6\%) = 14.48$

甲企业预期市盈率 = $\text{股利支付率} \div (\text{资本成本} - \text{增长率}) = 70\% \div (11.125\% - 6\%) = 13.66$

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 = $1 \times 14.48 = 14.48$ （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 = $1.06 \times 13.66 = 14.48$ （元/股）

【提示】实际上，所得结论是相对于可比企业来说的，以可比企业价值为基准，是一种相对价值，而非目标企业的内在价值。如果可比企业的价值被高估了，则目标企业的价值也会被高估。

(3) 模型的优缺点及适用性

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
缺点	如果收益是 0 或负值, 市盈率就失去了意义
适用性	最适合连续盈利的企业

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

【提示】这种方法假设股权价值是净资产的一定倍数, 类似企业有相同的市净率, 净资产越大则股权价值越大。因此, 目标企业的每股价值可以用每股净资产乘以市净率计算。

(2) 模型原理

◆ 本期市净率 = P_0 / 每股净资产₀

$$= \frac{\text{每股收益}_0 \times (1 + \text{增长率}) \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}} / \text{每股净资产}_0$$

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

◆ 内在市净率 (预期市净率) = P_0 / 每股净资产₁

$$= \frac{\text{每股收益}_0 \times (1 + \text{增长率}) \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}} / \text{每股净资产}_1$$

$$= \frac{\text{权益净利率} \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

【提示】市净率的驱动因素有: 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。这四个比率类似的企业, 会有类似的市净率。不同企业市净率的差别, 也是由于这四个比率不同引起的。

【例题 6】下表列出了 20×0 年汽车制造业 6 家上市企业的市盈率和市净率, 以及全年平均实际股价。请你用这 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 = $0.06 \times 30.23 = 1.81$ (元/股)

按市净率估值 = $1.92 \times 2.89 = 5.55$ (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) 模型的优缺点及适用性

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
----	---

缺点	(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 0 或负值, 市净率没有意义, 无法用于比较
适用性	主要适用于需要拥有大量资产、净资产为正值的企业

【例-单选题】甲公司采用固定股利支付率政策, 股利支付率 50%, 2020 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, 2020 年末甲公司的本期市净率为 ()。

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

答案: B

解析: 本期市净率 = 权益净利率 × 股利支付率 × (1 + 增长率) / (股权成本 - 增长率) = $2/10 \times 50\% \times (1 + 4\%) / (12\% - 4\%) = 1.3$, 选项 B 正确。

【例-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 / (股权成本 - 增长率) = $50\% \times 20\% / (10\% - 5\%) = 2$, 选项 A 正确。