

第二节 企业价值评估方法

3. 市销率模型

(1) 基本模型

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

【提示】假设每股价值是每股营业收入的一定倍数，每股营业收入越大则每股价值越大。目标企业的每股价值可以用每股营业收入乘以可比企业市销率估计。

(2) 模型原理

◆本期市销率= P_0 /每股收入₀

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

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

◆内在市销率= P_0 /每股收入₁

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

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

【提示】市销率的驱动因素是营业净利率、股利支付率、增长潜力和风险。其中，营业净利率是关键因素。这四个比率类似的企业，会有类似的市销率。

【例题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。

答案：营业净利率=3.82÷83.06=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=35.2(元)

(3) 模型的优缺点及适用性

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
缺点	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
适用性	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-单选题】下列关于相对价值估值模型适用性的说法中，错误的是()。

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

答案：D

解析：市销率估值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，选项 D 错误。

（二）相对价值模型的应用

1. 可比企业的选择

（1）通常的做法是选择一组同业的上市企业，计算出它们的平均市价比率，作为估计目标企业价值的乘数。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。

【例题 8】乙企业是一个制造业企业，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	实际市盈率
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。

【提示】选择可比企业时，经常找不到符合条件的可比企业。解决问题的办法之一就是采用修正的市价比率（针对关键的驱动因素进行修正）。

2. 修正的市价比率

（1）修正市盈率

在影响市盈率的诸驱动因素中，关键变量是增长率。增长率的差异是市盈率差异的主要驱动因素。因此，可以用增长率修正市盈率，消除增长率差异对同业企业可比性的影响。

修正市盈率 = $\frac{\text{可比企业市盈率}}{\text{可比企业预期增长率} \times 100}$

【例题 9】依例题 8 数据，各可比企业的预期增长率如表所示。

可比公司的预期增长率

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

乙企业的每股收益是 0.5 元/股，假设预期增长率是 15.5%。

方法 1：修正平均市盈率法

修正平均市盈率 = 可比企业平均市盈率 ÷（可比企业平均预期增长率 × 100）
= 29.9 ÷ 15.33 = 1.95

乙企业（目标企业）每股价值 = 修正平均市盈率 × 目标企业预期增长率 × 100 × 目标企业每股收益 = 1.95 × 15.5% × 100 × 0.5 = 15.11（元/股）

【提示】修正平均市盈率法“先平均”，计算可比企业平均市盈率、平均预期增长率。

方法 2：股价平均法

目标企业每股价值 = 修正市盈率 × 目标企业预期增长率 × 100 × 目标企业每股收益

然后，将得出股票估价进行算术平均。计算过程如表所示。

乙公司每股价值

企业名称	实际市盈率	预期增长率（%）	修正市盈率	乙企业每股收益（元）	乙企业预期增长率（%）	乙企业每股价值（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

【提示】股价平均法“后平均”，计算目标企业平均每股价值。

◆修正平均市盈率法（先平均）：

$$1) \text{ 可比企业平均市盈率} = \frac{\sum \text{各可比企业的市盈率}}{n}$$

$$2) \text{ 可比企业平均预期增长率} = \frac{\sum \text{各可比企业的增长率}}{n}$$

$$3) \text{ 可比企业修正市盈率} = \frac{\text{可比企业平均市盈率}}{\text{可比企业平均预期增长率} \times 100}$$

$$4) \text{ 目标企业每股股权价值} = \text{可比企业修正市盈率} \times \text{目标企业预期增长率} \times 100 \times \text{目标企业每股收益}$$

◆股价平均法（后平均）：

$$1) \text{ 可比企业（A）的修正市盈率}$$

$$= \frac{\text{可比企业的市盈率}}{\text{可比企业的预期增长率} \times 100}$$

$$2) \text{ 目标企业每股股权价值（A）} = \text{可比企业（A）的修正市盈率} \times \text{目标企业的预期增长率} \times 100 \times \text{目标企业每股收益}$$

$$3) \text{ 目标企业每股股权价值} = \frac{\sum \text{各目标企业的每股股权价值}}{n}$$

$$(2) \text{ 修正市净率}$$

◆修正平均市净率法

$$1) \text{ 可比企业平均市净率} = \frac{\sum \text{各可比企业的市净率}}{n}$$

$$2) \text{ 可比企业平均预期权益净利率}$$

$$= \frac{\sum \text{各可比企业的预期权益净利率}}{n}$$

$$3) \text{ 可比企业的修正市净率}$$

$$= \frac{\text{可比企业平均市净率}}{\text{可比企业的平均预期权益净利率} \times 100}$$

$$4) \text{ 目标企业每股股权价值} = \text{可比企业修正市净率} \times \text{目标企业预期权益净利率} \times 100 \times \text{目标企业每股净资产}$$

◆股价平均法

$$1) \text{ 可比企业（A）的修正市净率}$$

$$= \frac{\text{可比企业的市净率}}{\text{可比企业的预期权益净利率} \times 100}$$

$$2) \text{ 目标企业的每股股权价值（A）} = \text{可比企业（A）的修正市净率} \times \text{目标企业的预期权益净利率} \times 100 \times \text{目标企业每股净资产}$$

$$3) \text{ 目标企业每股股权价值}$$

$$= \frac{\sum \text{各目标企业的每股股权价值}}{n}$$

(3) 修正市销率

◆修正平均市销率法

$$1) \text{ 可比企业市销率} = \frac{\sum \text{各可比企业的市销率}}{n}$$

2) 可比企业平均营业净利率

$$= \frac{\sum \text{各可比企业的预期营业净利率}}{n}$$

3) 可比企业修正市销率

$$= \frac{\text{可比企业平均市销率}}{\text{可比企业的平均预期营业净利率} \times 100}$$

4) 目标企业每股股权价值 = 可比企业修正市销率 × 目标企业预期营业净利率 × 100 × 目标企业每股营业收入

◆股价平均法

(1) 可比企业 (A) 的修正市销率

$$= \frac{\text{可比企业的市销率}}{\text{可比企业的预期营业净利率} \times 100}$$

(2) 目标企业的每股股权价值 (A) = 可比企业 (A) 的修正市销率 × 目标企业的营业净利率 × 100 × 目标企业每股营业收入

(3) 目标企业每股股权价值

$$= \frac{\sum \text{各目标企业的每股股权价值}}{n}$$

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 × 可比公司调整系数

= 可比公司的市价比率 × II 影响因素 A_i 的调整系数

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

修正的市价比率 = 可比公司的市价比率 × $\frac{\text{目标公司系数1}}{\text{可比公司系数1}} \times \frac{\text{目标公司系数2}}{\text{可比公司系数2}} \times \dots$

【例-单选题】甲公司是一家制造业企业, 每股营业收入 40 元, 销售净利率 5%, 与甲公司可比的 3 家制造业企业的平均市销率是 0.8 倍, 平均销售净利率 4%。用修正平均市销率法估计的甲公司每股价值是 () 元。

A. 32

B. 25.6

C. 40

D. 33.6

答案：C

解析：修正平均市销率 $=0.8/(4\%\times 100)=0.2$ ，甲公司每股价值 $=0.2\times 5\%\times 100\times 40=40$ （元），选项C正确。

【例-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股东权益净利率
- 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股东权益净利率，修正市销率的关键因素是营业净利率。