

第七章

企业价值评估

从本章内容来看，属于财务管理比较重要的章节，而且客观题、计算分析题和综合题都有可能出题。

考点扫描：

- （1）企业价值评估对象
- （2）现金流量折现模型
- （3）相对价值评估模型——市盈率
- （4）相对价值评估模型——市净率
- （5）相对价值评估模型——市销率

【考点1】企业价值评估对象

企业价值评估的对象是企业**整体的经济价值，即整体的公平市场价值。**

1. 企业的整体价值

整体价值不是各部分的简单相加；整体价值来源于要素的结合方式；部分只有在整体中才能体现出其价值。

2. 企业的经济价值

即一项资产的公平市场价值，通常用该资产所产生的**未来现金流量的现值**来计量。要注意区分会计价值、现时市场价值与公平市场价值。

3. 企业整体经济价值的类别

企业整体经济价值可以分为实体价值和股权价值（均指公平市场价值）、持续经营价值和清算价值（两者较高者）、少数股权价值和控股权价值（控股权溢价计算）。（注意基本概念的理解）

【考点2】现金流量折现模型

1. 估值模型

估值模型		主要参数	
具体模型	价值类型	预期现金流量	折现率
实体现金流量模型	实体价值	实体现金流量	加权平均资本成本
股权现金流量模型	股权价值	股权现金流量	股权资本成本（即普通股资本成本）
债务现金流量模型	债务价值	债务现金流量	税后债务资本成本

2. 预期现金流量估计

流量模型		现金流量
详细 预测期	实体现金流量	(1) 营业现金毛流量=税后经营净利润+折旧与摊销 (2) 营业现金净流量=营业现金毛流量- Δ 经营营运资本 (3) 实体现金流量=营业现金净流量-资本支出 其中：资本支出=净经营长期资产增加+折旧与摊销 实体现金流量=税后经营净利润- Δ 净经营资产
	股权现金流量	股权现金流量=股利- Δ 股权净资本=净利润- Δ 股东权益
	债务现金流量	债务现金流量=税后利息费用- Δ 净负债
	关系：实体现金流量=股权现金流量+债务现金流量	
后续期	在稳定状态下，实体现金流量、股权现金流量的增长率和销售收入的增长率相同，因此可以根据销售增长率估计现金流量增长率。	

3. 模型应用

永续 增长模型	适用条件	企业当前处于永续状态。
	计算方法	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)
两阶段 增长模型	适用条件	适用于增长呈两个阶段企业，一般第二个阶段具有永续增长特征（假设详细预测期为2期）。
	计算方法	价值 = 详细预测期价值 + 后续期价值 $= [NCF_1 \times (P/F, r, 1) + \dots + NCF_m \times (P/F, r, m)] + [NCF_{m+1} / (r - g)] \times (P/F, r, m)$

【考点3】相对价值评估模型——市盈率模型

1. 驱动因素分析

$$\text{市盈率} = \frac{P_0}{\text{每股收益}}$$

$$(1) \text{本期市盈率} = \frac{\text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

$$(2) \text{预期市盈率} = \frac{\text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

驱动因素：增长率、股利支付率和风险（股权资本成本），**关键驱动因素是增长率**

2. 基本股价模型

目标企业每股价值=可比企业市盈率×目标企业每股收益

3. 模型修正

$$(1) \text{修正市盈率} = \frac{\text{可比企业市盈率}}{\text{可比企业增长率} \times 100}$$

(2) 目标企业每股价值=修正市盈率×目标企业增长率×100×目标企业每股收益

4. 具体方法

(1) 修正平均市盈率法。先对可比企业市盈率进行平均，然后再按照平均关键驱动因素进行修正。

(2) 股价平均法。对每一可比企业市盈率按关键驱动因素进行修正并据以计算目标企业的价值，然后再对目标企业的价值进行算术平均。

【考点4】相对价值评估模型——市净率模型

1. 驱动因素

市价比率	具体计算方法
市净率	本期市净率 = $\frac{\text{权益净利率} \times \text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$
	预期市净率 = $\frac{\text{权益净利率} \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$

驱动因素：增长率、股利支付率、风险（股权资本成本）和权益净利率，**关键驱动因素是权益净利率**。

2. 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

$$(1) \text{修正市净率} = \frac{\text{可比企业市净率}}{\text{可比企业权益净利率} \times 100}$$

3. 模型修正

(2) 目标企业股权价值=修正市净率×目标企业权益净利率×100×目标企业每股净资产

3. 具体方法

(1) 修正平均市价比率法

先对可比企业市价比率进行平均，然后再按照平均关键驱动因素进行修正。

(2) 股价平均法

对每一可比企业市价率按关键驱动因素进行修正并据以计算目标企业的价值，然后再对目标企业的价值进行算术平均。

【考点5】相对价值评估模型——市销率模型

1. 驱动因素

市价比率	具体计算方法
市销率	本期市销率 = $\frac{\text{营业净利率} \times \text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$
	预期市销率 = $\frac{\text{营业净利率} \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$

驱动因素：增长率、股利支付率、风险（股权资本成本）和营业净利率，**关键驱动因素是营业净利率。**

2. 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

3. 模型修正

$$(1) \text{修正市效率} = \frac{\text{可比企业市销率}}{\text{可比企业营业净利率} \times 100}$$

(2) 目标企业每股股权价值=修正市销率×目标企业营业净利率×100×目标企业每股营业收入

4. 具体方法

（1）修正平均市价比率法

先对可比企业市价比率进行平均，然后再按照平均关键驱动因素进行修正。

（2）股价平均法

对每一可比企业市价率按关键驱动因素进行修正并据以计算目标企业的价值，然后再对目标企业的价值进行算术平均。