



第三节 证券估值



第三节 证券估值

本节考点：

- 1、债券估值
- 2、股票估值



第三节 证券估值

考点一、债券估值

（一）收入资本化法

在债券价值分析中，收入资本化法是最为常见的方法。

收入资本化法简称收入法或资产基准法，又称现金流贴现法，包括股息（或利息）贴现法和自由现金流贴现法。



第三节 证券估值

收入资本化法认为，任何资产的内在价值均取决于该资产预期的未来现金流的现值。

投资者使用一个合适的贴现率将未来的现金流贴现到当前时刻得到其现值（贴现过程被称为资本化），使用合适贴现率计算出来的债券未来现金收益的现值，称为债券的内在价值。

根据债券的内在价值和市场价值是否一致，可以判断该债券是否被低估或高估，从而帮助投资者进行正确的投资决策。



第三节 证券估值

收入资本化法的公式如下：

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+i)^t}$$

其中，P为债券的价格，T为债券的期数， C_t 为该债券对应的未来第t期的现金流，i为资本化过程的贴现率。



第三节 证券估值

计算内在价值时使用的贴现率被称为资本化率，也叫作必要收益率。不同的投资者或投资机构在对债券价值进行分析时选定的贴现率不一定相同，这也就是对债券价值的评估可能不一致的原因。

一般来说，选择贴现率要考虑两个因素：一是货币的时间价值；二是所评估的未来现金流的风险大小。

前一个因素主要取决于未来利率的变动、通货膨胀情况、债券期限的长短等，后一个因素与所评估债券的信用级别、流动性、税收待遇以及特殊条款紧密相关。



第三节 证券估值

通常的做法是选择市场上存在的其他类似债券的收益率作为**参考利率**，再考虑拟评估债券与参考债券间的异同点进行相应调整；

或者以同期限的国债利率为**基准**，充分考虑所评估债券的信用级别、税收待遇、特殊条款等因素来确定。



第三节 证券估值

(二) 债券的内在价值

- 1、零息债券
- 2、固定利息债券
- 3、永续债券



第三节 证券估值

1、零息债券

又称贴现债券，是一种以低于面值的贴现方式发行，不支付利息，到期按面值偿还的债券。债券发行价格与面值之间的差额就是投资者的利息收入。由于面值是投资者未来唯一的现金流，所以贴现债券的内在价值由公式决定：

$$V = \frac{F}{(1+i)^T}$$

V表示债券当前时刻的内在价值，F表示债券的面值，i表示债券的贴现率，T表示债券的投资年限。



第三节 证券估值

【例】

假设某零息债券，期限为10年，债券面值为1000元，贴现率为7%，那么它的内在价值为：

$$\frac{1000}{(1 + 7\%)^{10}} \approx 508.35 (\text{元})$$



第三节 证券估值

2、固定利息债券

又被称为直接债券或定息债券。购买固定利息债券的投资者不仅可以在期满时收回本金，而且可定期获得固定的利息收入，基于公式的收入资本化法，固定利息债券的内在价值公式为：

$$V = \frac{c}{1+i} + \frac{c}{(1+i)^2} + \cdots + \frac{c}{(1+i)^T} + \frac{F}{(1+i)^T}$$

c 表示债券每一期的利息。



第三节 证券估值

3、永续债券

永续债券是一种没有到期日的债券，债券发行人不需要偿付债券的面值，但是要永久地向债券持有人定期支付利息。显然只有信用良好的发行人才可能发行永续债券。永续债券的内在价值公式为：

$$V = \frac{c}{1+i} + \frac{c}{(1+i)^2} + \cdots = \frac{c}{i}$$



第三节 证券估值

【例】

某永续债券的面值为10000元，息票率为2%，假设贴现率为4%，那么，该永续债券每一期需要支付200元的利息，其对应的内在价值为 $200 \div 4\% = 5000$ （元）。



第三节 证券估值

（三）债券价值的影响因素

1. 贴现率
2. 信用等级
3. 息票率
4. 剩余期限
5. 税收待遇
6. 含权条款
7. 流动性
8. 通货膨胀



第三节 证券估值

1、贴现率

债券价值分析中的一个重要关系就是**债券内在价值和贴现率之间的负相关关系**，贴现率的上升导致债券内在价值降低。

当市场利率普遍升高的时候，投资者的各种替代投资项目的收益率都会升高，因此投资者要求的债券的贴现率也随之提高，从而导致债券估值水平下降，投资者对债券估值的整体变化必然会影响当前债券的市场价格。



第三节 证券估值

【例】剩余期限为20年、面值为1000元、息票率为8%、半年支付一次利息的债券在不同贴现率下的内在价值见下表：

贴息率	4%	6%	8%	10%	12%
内在价值/元	1547.11	1231.15	1000.00	828.41	699.07

债券的内在价值随着贴现率的升高而降低，同时，需要注意的是，内在价值随贴现率的变化率并不是一成不变的。



第三节 证券估值

1、贴现率

在贴现率等于息票率的时候，债券的内在价值等于面值；

当贴现率小于息票率的时候，债券的内在价值大于面值；

当贴现率大于息票率的时候，债券的内在价值小于面值。



第三节 证券估值

2、信用等级

那些不能按时发放利息和偿还本金的债券将给投资者带来损失，这种由于债券发行人未能按时还本付息、令投资者遭受损失的风险被称为信用风险或者违约风险。

对于一般投资者而言，由于受到时间、知识和信息等方面的限制，很难对众多债券的信用风险进行准确判断，这就需要专业机构对债券进行信用评级。



第三节 证券估值

2、信用等级

债券信用评级是由独立的私人机构对债券的信用风险进行的评级，这种评级仅仅是对各种债券当前的信用状况做出评价，向投资者提供债券发行人的一些信息，并不提供任何债券买卖信息。

一般来说，信用评级将债券划分为两大类别：

一类信誉较高，违约风险较小，属于**投资级债券**；

另一类信誉较低，属于**投机级债券**。



第三节 证券估值

2、信用等级

信用评级对债券价值的影响很大。

在其他条件相同的情况下，由于承受了更多的风险，投资者对信用等级差的债券会要求更高的投资收益率，也就是说，在对债券估值的时候会使用更高的贴现率，因此，信用等级差的债券在其他条件相同的情况下，估值更低。



第三节 证券估值

3、息票率

债券的息票率与债券的到期时间是构成债券内在价值的极其重要的因素，在其他因素都不变的情况下，它们甚至是债券内在价值的决定因素。

如果其他条件不变，更高的息票率意味着更高的现金流，因此，对应着更高的债券内在价值。



第三节 证券估值

4、剩余期限

剩余期限与债券内在价值的关系较为复杂。

对于零息债券，剩余期限与债券内在价值负相关；

对于永续债券，没有剩余期限的概念；

对于固定利息债券，剩余期限与债券内在价值的关系又受到贴现率与息票率的相互大小关系影响。



第三节 证券估值

5、税收待遇

税收待遇也是影响债券价值的一个重要因素，因为对于投资者而言，投资债券的最终收益应该是税后收益。

在所有其他条件相同的债券中，**免税或付税较少的债券**相比于**付税较多的债券**而言，投资者可以获得更高的最终收益，因此具有更高的价值。



第三节 证券估值

6、含权条款

为了满足投资人和发行人的不同需求，公司在发行债券时会在普通债券条款之后附加一些特别权利，给债券附加权利的条款被称为含权条款，有含权条款的债券被称为含权债券或复合债券。



第三节 证券估值

根据权利内容的不同，附加权利有可转换权、可交换权、可回售权、可赎回权等。

可转换权是指债券持有人享有在约定期间，以约定的转换价格将持有的债券转换成发行公司股份的权利，附加了可转换权的债券被称为可转换债券；

可交换权是指债券持有人有权在约定期间将债券交换成其他上市公司的股份，而不是发行公司的股份，由于可交换权的标的股份不是发行人的股份，发行人需在发行时将持有的其他上市公司股份质押给承销机构；



第三节 证券估值

根据权利内容的不同，附加权利有可转换权、可交换权、可回售权、可赎回权等。

可回售权是指债券持有人在约定期间，可以选择按照事先约定的价格将债券卖回给发行人的权利；

可赎回权是一个利于债券发行人的附加权利，可赎回权是指债券发行人在约定期间内以事先约定的赎回价格从投资者手中买回债券的权利。例如，当市场利率大幅下降到低于债券的息票率时，债券发行人可赎回债券，再以更低的利率发行新债券，降低融资成本。



第三节 证券估值

根据持有者不同，附加权利可以分为债券持有人权利和债券发行人权利。

债券持有人权利是指债券赋予了债券持有人的一些权利，如可转换权、可交换权和可回售权；

债券发行人权利是指债券赋予了债券发行人的一些权利，如可赎回权。

一般而言在其他条件相同的情形下，包含债券持有人权利的债券的价值更高，包含债券发行人权利的债券的价值更低。



第三节 证券估值

7、流动性

债券的流动性是指债券持有人在遭受损失的情况下，将债券迅速变现的能力。

通常用债券买卖价差来反映债券的流动性大小，买卖价差小说明债券流动性强，债券容易变现；买卖价差大说明债券流动性差，债券变现相对困难。

一般而言，流动性高的债券的内在价值较高，流动性低的债券的内在价值较低。



第三节 证券估值

8、通货膨胀

通货膨胀能引起货币贬值，从而影响现金的实际购买力，以现金流表示的债券实际收益率随着通货膨胀的变化发生改变。

例如，债券的年收益率为10%，若当年的通货膨胀率为3%，则债券的实际年收益率仅为7%左右。

通货膨胀的变动方向和变动幅度还直接影响市场利率的变动方向和变动幅度，对债券的内在价值产生一定的影响。



第三节 证券估值

【例题】（ ）认为，任何资产的内在价值均取决于该资产预期的未来现金流的现值。

- A.股息贴现模型
- B.收入资本化法
- C.现值估值模型
- D.财务倍数模型



第三节 证券估值

答案：B

解析：在债券价值分析中，收入资本化法是最为常见的方法，收入资本化法简称收入法或资产基准法，又称现金流贴现法，包括股息（或利息）贴现法和自由现金流贴现法，认为任何资产的内在价值均取决于该资产预期的未来现金流的现值。



第三节 证券估值

【例题】假设某零息债券，期限为10年，债券面值为1000元，假设贴现率为7%，它的内在价值是（ ）元。

A.458

B.498

C.508

D.550



第三节 证券估值

答案：C

解析：零息债券又称贴现债券，是一种以低于面值的贴现方式发行，不支付利息，到期按面值偿还的债券。

内在价值=1000/（1+7%）¹⁰=508（元）



第三节 证券估值

【例题】以下属于债券价值的影响因素的有（ ）。

- A. 贴现率
- B. 信用等级
- C. 息票率
- D. 发行人经营状况
- E. 含权条款



第三节 证券估值

答案：ABCE

解析：债券价值的影响因素包括贴现率、信用等级、息票率、剩余期限、税收待遇、含权条款、流通性、通货膨胀等。



第三节 证券估值

考点二、股票估值

（一）股票估值概述

金融市场中大部分的交易动机来自投资者试图寻找并提前买入那些他们认为价格即将上涨的股票，或者提前卖出价格即将下跌的股票。



第三节 证券估值

投资者基于市场信息做出买卖决策，有价值的信息大体分为两类：

一类是隐含在股票历史价格和历史成交量中的信息，投资者利用此类信息寻找未来趋势的决策模式被称为趋势分析或技术分析；

另一类是影响股票内在价值的信息，被称为基本面信息。基本面信息包括失业率、国内生产总值、利率、汇率等宏观经济指标，也包括行业增长率、商业周期等行业指标，以及公司自身经营特征和相关财务信息，使用基本面信息寻找股票内在价值的过程被称为基本面分析，也可称权益估值。



第三节 证券估值

使用基本面分析方法获得股票的内在价值之后，投资者将内在价值与可观测的市场价格进行比较：

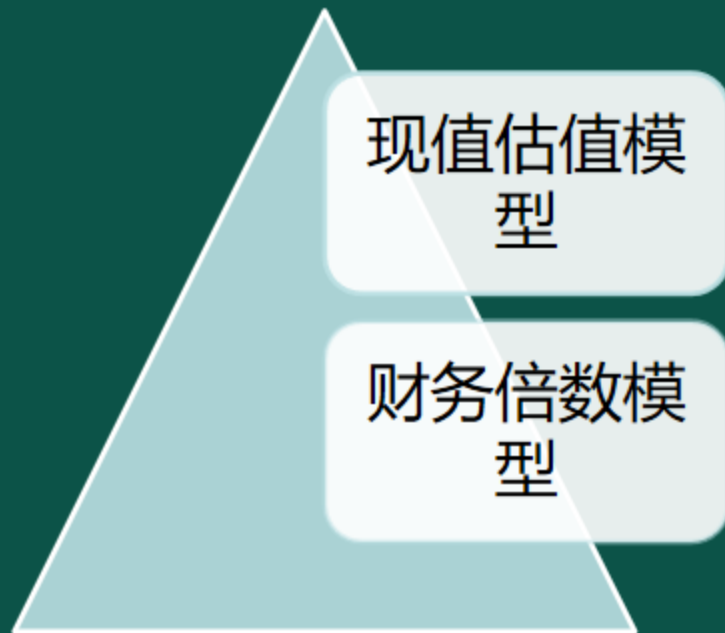
如果市场价格低于内在价值，则股票价格被低估，投资者倾向于买入被低估的股票；

如果市场价格高于内在价值，则股票价格被高估，投资者倾向于卖出被高估的股票。



第三节 证券估值

股票内在价值评估的方法主要有两大类，分别为：





第三节 证券估值

1) **现值估值模型**：基于收入资本化法的原理，结合公司基本面信息，对权益持有人的未来预期收益进行预测，使用合理的机会成本作为贴现率，计算未来预期收益的现值作为权益当前的内在价值。

由于权益持有人追求的是现金形式的收益，因此，现值估值模型也被称为**现金流折现模型**。

根据不同的现金流收益指标，**现值估值模型**又可以分为股息贴现模型、公司自由现金流模型和股权自由现金流模型。



第三节 证券估值

2) 财务倍数模型：又称财务乘数模型，这类模型通过计算价值与某个财务指标的比值来进行估值。

使用比值的原因在于公司的规模和发行的股份数对权益的绝对价值有影响，公司规模大、发行股份少的公司，其每股权益的单位价格自然高。投资者在多个可选投资标的之间进行筛选的时候，不能直接比较他们的单位价格。

财务倍数使得公司规模和发行的股份数对权益价值的影响单位化，投资者可以通过财务倍数在不同公司之间进行横截面上的比较，也可以对同一公司的历史表现进行时间序列上的比较。



第三节 证券估值

2) 财务倍数模型:

常见的财务倍数有市盈率、市净率、市现率、市销率等，以每股价格作为分子的价格倍数，它们的分母是财务报表中的财务指标（每股），例如市盈率的分母是每股净收益，市净率的分母是每股净资产。



第三节 证券估值

(二) 股息贴现模型

1、股息贴现模型概述

股息贴现模型建立在收入资本化法之上，该模型认为，股票内在价值由无穷期限内预期股息收益的现值决定。基于此思路，股息贴现模型的公式如下：

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t}$$

V表示普通股当前时刻的内在价值， D_t 表示普通股在t期的股息，i表示股票的贴现率。



第三节 证券估值

(二) 股息贴现模型

1、股息贴现模型概述

事实上，绝大多数投资者并非在投资之后永久地持有所投资的股票，即在买进一段时间之后可能抛售股票。

假设投资者在持有1年后抛售股票，那么在1年期的时刻其现金流为股息 D_1 以及卖出股票获得现金 P_1 ，基于此现金流，投资者购买股票的内在价值公式如下：

$$V = \frac{D_1}{1+i} + \frac{P_1}{1+i}$$



第三节 证券估值

如果市场是均衡的，那么P1应该等于股票的内在价值V1，
而根据股息贴现模型，股票在第1期的内在价值V1应该为：

$$V_1 = \sum_{t=2}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^{t-1}}$$



第三节 证券估值

股息贴现模型选用未来预期股息代表投资股票唯一的现金流，并没有忽视买卖股票的资本利得对股票内在价值的影响。如果能够准确预测股票未来每期的股息，就可以利用公式1计算股票的内在价值，在对股票未来每期股息进行预测时，关键在于预测每期股息的增长率，用 g_t 表示第 t 期的股息增长率，其表达式为：

$$g_t = \frac{D_t - D_{t-1}}{D_{t-1}}$$



第三节 证券估值

根据对股息增长率的不同假定，股息贴现模型可以分为零增长模型、不变增长模型、三阶段增长模型、H模型和多元增长模型等。



第三节 证券估值

2、零增长模型

零增长模型是股息贴现模型的一种特殊形式，它假定股息是固定不变的，即股息增长率为0，公式可简化为：

$$V = \frac{D_0}{i}$$

D_0 为第0期支付的股息。



第三节 证券估值

2、零增长模型

假设投资者预期某公司每期支付的股息将永久地固定为5元/股，并且贴现率为10%，那么公司股票的内在价值就为 $5 \div 10\% = 50$ （元/股），如果此时公司的股票价格低于50元/股，投资者可选择买入。



第三节 证券估值

3、不变增长模型

不变增长模型又称戈登模型，该模型有三个假设：

- ①股息的支付是永久的；
- ②股息的增长速度是一个常数，即 g 为一个常数 g ；
- ③模型中的贴现率 i 大于股息增长率。



第三节 证券估值

3、不变增长模型

基于以上假设，即可得到：

$$V = \frac{D_0 \cdot (1+g)}{i-g} = \frac{D_1}{i-g}$$

D_0 和 D_1 分别为第0期和第1期支付的股息。如果股息增长率 $g=0$ 时，即股息零增长时，公式转变为零增长模型的公式。可以看出，零增长模型是不变增长模型的一种特殊形式。



第三节 证券估值

3、不变增长模型

假设某公司当期的股息为2元/股，经预测，该公司股票未来的股息增长率将永久地保持在5%的水平，贴现率为10%，那么，该公司股票的内在价值应等于：

$$2 \times (1+5\%) \div (10\%-5\%) = 42 \text{ (元/股)}。$$



第三节 证券估值

（三）公司自由现金流模型

1、公司自由现金流模型的基本概念

股息贴现模型的局限性在于它不适合那些股息分配长期为0或相当不稳定的公司。

从现金流的角度来看，投资者往往更加看重公司产生的、能够被公司资本提供者所支配的现金流。

例如，债权人更加重视公司债务利息和本金的偿付能力，股权人则重视每个经营周期当中公司在支付了资本开支、税收，偿还了债务本息之后有多少现金流能够归属股东，由此形成了公司估值当中的自由现金流概念。



第三节 证券估值

公司自由现金流：公司产生的，扣除了营运费用（包括税收），投资了营运资本及固定资产之后，归属于所有资本提供者（债权人和股权人）的现金流。

股权自由现金流：公司自由现金流当中归属于股东的现金流。

投资者如果能够通过基本面信息形成对公司未来自由现金流的预期，那么使用合理的贴现率对自由现金流贴现即可得到公司当前的总体价值。用公司的总体价值减去公司负债的价值则可以得到公司的股权价值。



第三节 证券估值

2、自由现金流的计算

自由现金流的计算可以从损益表中的净利润开始，用净利润加减其他报表中的会计项目得到自由现金流。

计算公式：

$$FCFF=NI+NInt(1-Tax)+DA-\Delta WC-CExp$$



第三节 证券估值

FCFF是公司自由现金流；

NI表示损益表中的净利润；

NInt表示损益表中的净利息支出，净利息支出形成公司债权人的现金净收入，属于公司自由现金流的一部分，而净利润是扣减了这部分收益之后得到的，在计算自由现金流的时候需将这项加回；



第三节 证券估值

Tax 表示公司的所得税税率，在计算净利润的时候，应税收入等于息税前收入减去净利息支出，当净利息支出等于 $NInt$ 时，公司可以少交 $NInt \cdot Tax$ 所得税，利息净支出而导致的应交所得税减少被称为税盾，因此，净利息支出 $NInt$ 对净利润 NI 的影响不是 $NInt$ ，而是 $NInt - NInt \cdot Tax$ ；

DA 为折旧摊销等非现金费用，这些项目会减少净利润，但是不会减少公司的现金流；

ΔWC 为营运资本增加，营运资本等于流动资产减去流动负债的差额，差额增加表示对公司现金的占用；

$CExp$ 为以现金支付的固定资产投资。



第三节 证券估值

3、资本成本的计算

由于公司自由现金流是归属公司所有的资本提供者的，因此公司自由现金流对应的贴现率应该等于公司资本的总体成本，称为公司的资本成本。

从结构上分析，公司资本提供者分为三类：债权人、优先股股东、普通股股东。



第三节 证券估值

3、资本成本的计算

公司资本的总体成本应该是所有资本的平均成本，因此，公司的资本成本应该为三类资本提供者的必要收益率的加权平均值，具体公式如下：

$$WACC = w_D \cdot r_D \cdot (1 - \text{Tax}) + w_P \cdot r_P + w_E \cdot r_E$$

WACC表示公司的资本成本， w_D 、 w_P 和 w_E 分别代表债务占比、优先股占比和普通股占比， r_D 、 r_P 和 r_E 分别代表三类资本投资者的必要收益率，Tax为公司所得税税率。

r_D 乘以 $(1 - \text{Tax})$ 的原因是债务利息的税盾效应实际上减少了债务的成本，计算成本时使用税后的债务成本。



第三节 证券估值

【例】某公司通过发行债券、优先股和普通股来筹集资本。其中，债券市场价值为25亿元，优先股市场价值为25亿元，普通股市场价值为50亿元，三类资本的占比分别为25%、25%和50%，三类资本的必要收益率分别为8%、10%和15%，公司所得税税率为10%，那么该公司的资本成本为：

$$25\% \times 8\% \times (1 - 10\%) + 25\% \times 10\% + 50\% \times 15\% = 11.8\%。$$



第三节 证券估值

4、使用公司自由现金流模型估值

基于收入资本化法的思路，以资本成本作为贴现率，以自由现金流为现金流，进行贴现即可得到公司的总体价值。以不变增长模型为例，即公司的自由现金流按照固定的增长率 g 稳定增长，那么公司的总体价值为：

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_0(1+g)^t}{(1+WACC)^t} = \frac{FCFF_0(1+g)}{WACC-g}$$

FCFF0为当期的自由现金流。



第三节 证券估值

4、使用公司自由现金流模型估值

计算出公司的总体价值之后，再减掉公司负债价值，即可得到公司的权益价值。

负债价值一般采用公司长期债务的市场价值，当债务的市场价值不容易获得的时候，可以用长期债务的账面价值替代。



第三节 证券估值

公司自由现金流模型不是直接衡量公司向资本提供者提供的报酬，而是衡量公司向资本提供者支付报酬的能力，更加能体现公司可持续经营的能力。



第三节 证券估值

在以下一个或多个条件满足时，适合使用公司自由现金流模型进行估值：

- (1) 公司没有支付过红利。
- (2) 公司支付的红利和它能够支付的红利相差太远。
- (3) 在合理的预测区间，自由现金流更能够体现公司的盈利能力和持续经营能力。
- (4) 如果公司的红利政策容易被大股东操纵，那么红利水平反映的信息有误导作用。



第三节 证券估值

公司自由现金流模型的缺陷在于其计算过程比股息贴现模型复杂得多。

分析者需要从财务报表中提取有用的指标计算出自由现金流和资本成本，依赖于分析者深刻理解公司的营运状况、财务状况、融资状况、行业发展前景等。因此，公司自由现金流模型尽管具有比股息贴现模型更加深刻的金融经济学意义，但在实际应用中难度过高，估值的效率偏低。



第三节 证券估值

（四）财务倍数模型

1、常见的财务倍数

在实务中，财务倍数模型是使用更为广泛、更为简单的一种估值方法，具体做法是计算股票市场价格与某个财务指标的比值。



第三节 证券估值

市盈率： $PE=P/EPS$

PE表示市盈率，P为每股价格，EPS为每股净收益。

市净率： $PB=P/BV$

PB表示市净率，BV为每股净资产。

市现率： $PC=P/CF$

PC表示市现率，CF为每股现金流。

每股现金流是公司经营活动所产生的净现金流量减去优先股股利，所得的差值再与流通在外的普通股股数的比值。



第三节 证券估值

市销率： $PS = P / \text{Sales}$

PS表示市销率；Sales为每股销售额，一般用总收入或主营业务收入除以总股数求得。



第三节 证券估值

2、市盈率估值理论基础

相比于股息贴现模型，市盈率模型的历史更为悠久。在运用当中，市盈率模型具有以下三个方面的**优点**：

①由于市盈率是股票价格与每股净收益的比率，是单位收益的价格，所以市盈率模型可以直接应用于不同收益水平的股票价格之间的比较；

②对于那些在某些时间内没有支付股息的股票，市盈率模型同样适用，而股息贴现模型却不能使用；

③虽然部分市盈率指标同样需要对有关变量进行预测，但是所涉及的变量预测比股息贴现模型要简单。



第三节 证券估值

2、市盈率估值理论基础

市盈率模型同样也存在一些缺点：

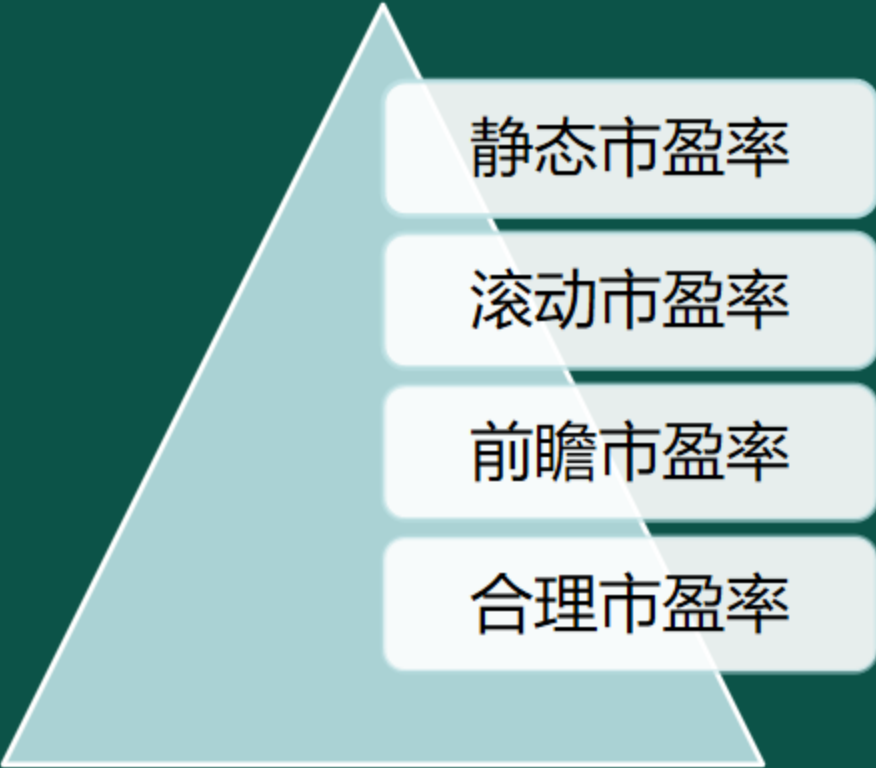
- ①市盈率模型的理论基础较为薄弱，而股息贴现模型的逻辑性较为严密；
- ②在进行股票之间的比较时，市盈率模型只能决定不同股票市盈率的相对大小，却不能决定股票绝对的市盈率水平；
- ③对于尚未取得盈利的公司而言，市盈率不具备参考价值。



第三节 证券估值

3、常见的市盈率指标

根据分母使用的每股净收益不同，常见的市盈率有：



静态市盈率

滚动市盈率

前瞻市盈率

合理市盈率



第三节 证券估值

1) **静态市盈率**是用当前价格除以最近一年年报的每股净收益所得，静态市盈率没有考虑到净收益的增长问题，对于有成长机会的公司来说，最近一个会计年度的净收益低于未来的净收益，造成静态市盈率偏高。



第三节 证券估值

2) 滚动市盈率使用最近四个季度的会计净收益累计值作为分母。滚动市盈率可以克服静态市盈率对每股净收益估计偏低的问题。

滚动市盈率使用可观测的指标和变量，反映了公司在最近四个季度的成长性。

滚动市盈率的缺陷是仅仅反映了最近一段时间的增长，而不是公司未来永续增长的精确反映。

滚动市盈率使用季报中的每股净收益，而季报是没有审计的会计报告，因此数据的可信度远低于最近一年年报的每股净收益。



第三节 证券估值

3) 前瞻市盈率使用分析机构预测的下一年度每股净收益作为分母，显而易见前瞻市盈率包含了下一年度每股净收益这一不可观测的变量，不同机构对于同一公司下一年度的经营状况会产生主观预期上的偏差，使前瞻市盈率带有过多的主观意见。



第三节 证券估值

4) 合理市盈率基于公司长期的基本面信息，利用内在价值公式对市盈率进行估计，具体的公式如下：

$$\text{合理市盈率} = (1-b) / (i-g)$$

i为股权必要收益率，b为再投资率，g为股息增长率。



第三节 证券估值

【例题】投资者利用隐含在股票历史价格和历史成交量中的信息寻找未来趋势的决策模式，称为（ ）。

- A. 投资分析
- B. 基本面分析
- C. 趋势分析
- D. 权益估值



第三节 证券估值

答案：C

解析：投资者利用隐含在股票历史价格和历史成交量中的信息寻找未来趋势的决策模式称为趋势分析或技术分析。



第三节 证券估值

【例题】某公司通过发行债券、优先股和普通股来筹集资本。其中，债券市场价值为25亿元，优先股市场价值为25亿元，普通股市场价值为50亿元，各自的占比分别为25%、25%和50%，三类资本提供的必要收益率分别为8%、10%和15%，公司所得税率为10%，那么该公司的资本成本为（ ）。

- A.9.8%
- B.10.8%
- C.11.8%
- D.12.8%



第三节 证券估值

答案：C

解析：该公司的资本成本为

$$=25\% \times 8\% \times (1-10\%) + 25\% \times 10\% + 50\% \times 15\% = 11.8\%$$



第三节 证券估值

【例题】根据分母使用的每股净收益不同，常见的市盈率有（）。

- A. 循环市盈率
- B. 滚动市盈率
- C. 合理市盈率
- D. 静态市盈率
- E. 前瞻市盈率



第三节 证券估值

答案：BCDE

解析：根据分母使用的每股净收益不同，常见的市盈率有静态市盈率、滚动市盈率、前瞻市盈率和合理市盈率等。



本节小结

第三节 证券估值

1、债券估值

2、股票估值