

## 第二节 企业价值评估方法

### 【注意】后续期的确定

如果在某一年之后（或：该年的下一年起）的增长率是固定永续的，则该年即为后续期第 1 年（ $n+1$ ），该年年初（ $n$ ）为后续期初（预测期末）。

【例题·计算分析题】（2019 年）甲公司是一家投资公司，拟于 2020 年初以 18000 万元收购乙公司全部股权，为分析收购方案可行性，收集资料如下：

（1）乙公司是一家传统汽车零部件制造企业，收购前处于稳定增长状态，增长率 7.5%。2019 年净利润 750 万元。当年取得的利润在当年分配，股利支付率 80%。2019 年末（当年利润分配后）净经营资产 4300 万元，净负债 2150 万元。

（2）收购后，甲公司将通过拓宽销售渠道、提高管理水平、降低成本费用等多种方式，提高乙公司的销售增长率和营业净利润。预计乙公司 2020 年营业收入 6000 万元，2021 年营业收入比 2020 年增长 10%，2022 年进入稳定增长状态，增长率 8%。

（3）收购后，预计乙公司相关财务比率保持稳定，具体如下：

营业成本/营业收入	65%
销售和管理费用/营业收入	15%
净经营资产/营业收入	70%
净负债/营业收入	30%
债务利息率	8%
企业所得税税率	25%

（4）乙公司股票等风险投资必要报酬率收购前 11.5%，收购后 11%。

（5）假设各年现金流量均发生在年末。

要求：

（1）如果不收购，采用股利现金折现模型，估计 2020 年初乙公司股权价值。

（2）如果收购，采用股权现金流量折现模型，估计 2020 年初乙公司股权价值（计算过程和结果填入下方表格中）。

单元：万元

	2020 年	2021 年	2022 年



股权现金流量			
乙公司股权价值			

(3) 计算该收购产生的控股权溢价、为乙公司原股东带来的净现值、为甲公司带来的净现值。

(4) 判断甲公司收购是否可行，并简要说明理由。

**【正确答案】**

(1) 2020 年初乙公司股权价值

$$=750 \times 80\% \times (1+7.5\%) / (11.5\%-7.5\%) =16125 \text{ (万元)}$$

(2)

单元：万元

	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	6000	6600	7128
营业成本	3900	4290	4633.2
销售和管理费用	900	990	1069.2
利息费用	144	158.4	171.07
利润总额	1056	1161.6	1254.53
净利润	792	871.2	940.90
净经营资产	4200	4620	4989.6
净负债	1800	1980	2138.4
股东权益	2400	2640	2851.2
股东权益增加	250	240	211.2
股权现金流量	542	631.2	729.70
折现系数	0.9009	0.8116	0.7312
预测期股权现金流量现值	488.29	512.28	533.56
后续期价值	19208.04		
乙公司股权价值	488.29+512.28+533.56+19208.04=20742.17		

计算说明：

$$\text{利息费用} = \text{净负债} \times 8\% = \text{营业收入} \times 30\% \times 8\%$$

$$\text{后续期价值} = 729.70 \times (1+8\%) / (11\%-8\%) \times 0.7312 = 19208.04$$

$$(3) \text{ 控股权溢价} = 20742.17 - 16125 = 4617.17 \text{ (万元)}$$

$$\text{为乙公司原股东带来的净现值} = 18000 - 16125 = 1875 \text{ (万元)}$$

$$\text{为甲公司带来的净现值} = 20742.17 - 18000 = 2742.17 \text{ (万元)}$$



为甲公司带来的净现值大于 0，所以收购可行。

【例题·计算分析题】（2017 年）2017 年初，甲投资基金对乙上市公司普通股股权进行估值。乙公司 2016 年销售收入 6000 万元，销售成本（含销货成本、销售费用、管理费用等）占销售收入的 60%，净经营资产 4000 万元。该公司自 2017 年开始进入稳定增长期。可持续增长率为 5%，目标资本结构（净负债：股东权益）为 1：1，2017 年初流通在外普通股 1000 万股，每股市价 22 元。该公司债务税前利率 8%，股权相对债权风险溢价 5%，企业所得税税率 25%。为简化计算，假设现金流量均在年末发生，利息费用按净负债期初余额计算。

要求：

- （1）预计 2017 年乙公司税后经营净利润、实体现金流量，股权现金流量。
- （2）计算乙公司股权资本成本，使用股权现金流量法估计乙公司 2017 年初每股价值，并判断每股市价是否高估。

『正确答案』

- （1）2017 年乙公司税后经营净利润  
 $=6000 \times (1+5\%) \times (1-60\%) \times (1-25\%) = 1890$ （万元）  
税后利率  $=8\% \times (1-25\%) = 6\%$   
税后利息  $=4000 \times 1/2 \times 6\% = 120$ （万元）  
净利润  $=1890 - 120 = 1770$ （万元）  
实体现金流量  $=1890 - 4000 \times 5\% = 1690$ （万元）  
股权现金流量  $=1770 - 4000 \times 5\% \times 1/2 = 1670$ （万元）
- （2）股权资本成本  $=6\% + 5\% = 11\%$   
股权价值  $=1670 / (11\% - 5\%) = 27833.33$ （万元）  
每股价值  $=27833.33 / 1000 = 27.83$ （元）  
每股价值高于每股市价 22 元，股价被低估。

## 二、相对价值评估模型

### （一）基本原理

#### 1. 概念

相对价值法，也叫价格乘数法或者可比交易价值法等，它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价值的方法，即是利用类似企业的市场定价来估计目标企业价值的一种方法。其假设前提是在一个支配企业市场价值的主要变量。

#### 2. 步骤

- （1）寻找一个影响企业价值的关键变量（如净利润等）；
- （2）确定一组可以比较的类似企业，计算可比企业的市价/关键变量的平均值（如平均市盈率）；
- （3）根据目标企业的关键变量乘以得到的平均值，计算目标企业的评估价值。

【注意】估算的结果是相对价值而不是内在价值。



(二) 分类

(1) 以股权市价为基础模型.

包括每股市价/每股收益、每股市价/每股净资产、每股市价/每股销售收入等模型。

(2) 以企业实体价值为基础模型

包括实体价值/息税折旧摊销前利润、实体价值/税后经营净利润、实体价值/实体现金流量、实体价值/投资资本、实体价值/销售收入等模型。

(三) 常用的股票市价比率模型

1. 基本公式

类型	公式
市盈率模型 (每股市价/每股收益的比率模型)	目标企业每股价值=可比企业平均市盈率×目标企业每股收益
市净率模型 (每股市价/每股净资产的比率模型)	目标企业每股价值=可比企业平均市净率×目标企业每股净资产
市销率模型 (每股市价/每股营业收入的比率模型)	目标企业每股价值=可比企业平均市销率×目标企业的每股营业收入

2. 寻找可比企业的驱动因素

(1) 市盈率模型的驱动因素

市盈率模型的驱动因素	<p>驱动因素：增长潜力、股利支付率和风险（股权资本成本的高低与其风险有关），其中关键因素是增长潜力。</p> <p>(1) 本期市盈率=[股利支付率×(1+增长率)]/(股权成本-增长率)</p> <p>(2) 内在市盈率(预期市盈率)=股利支付率/(股权成本-增长率)</p> <p><b>【注意】</b>可比企业应当是这三个比率类似的企业，同行业企业不一定都具有这种类似性</p>
------------	---

**【例 8-5】**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，今年实际每股净利为 1 元，根据甲企业的本期市盈率对乙企业估值，其股票价值是多少？乙企业预期明年每股净利是 1.06 元，根据甲企业的预期市盈率对乙企业估值，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÷0.5=70%

甲企业股权资本成本=无风险利率+β×市场风险溢价=7%+0.75×5.5%=11.125%

甲企业本期市盈率=[股利支付率×(1+增长率)]÷(股权成本-增长率)  
=[70%×(1+6%)]÷(11.125%-6%)=14.48



甲企业预期市盈率=股利支付率÷(股权成本-增长率)=70%÷(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=1×14.48=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=1.06×13.66=14.48(元/股)。

