

第二节 企业价值评估方法

二、相对价值评估模型

(2) 市净率模型的驱动因素

市净率模型的驱动因素	<p>驱动因素：权益净利率、股利支付率、增长率和风险，其中关键因素是权益净利率。</p> <p>(1) 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)</p> <p>(2) 内在市净率(或预期市净率)=权益净利率×股利支付率/(股权成本-增长率)</p> <p>【注意】可比企业应当是这四个比率类似的企业，同业企业不一定都具有这种类似性。</p>
------------	---

【例题·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%×20%/(10%-5%)=2。

(3) 市销率模型的驱动因素

市销率模型的驱动因素	<p>驱动因素：营业净利率、股利支付率、增长率和股权成本，其中关键因素是营业净利率。</p> <p>(1) 本期市销率=[营业净利率×股利支付率×(1+增长率)]/(股权成本-增长率)</p> <p>(2) 内在市销率(或预期市销率)=营业净利率×股利支付率/(股权成本-增长率)</p> <p>【注意】可比企业应当是这四个比率类似的企业，同行业企业不一定都具有这种类似性</p>
------------	---

3. 三种模型的优缺点及适用范围

(1) 市盈率模型

市盈率模型	优点	<p>①计算市盈率的数据容易取得，并且计算简单</p> <p>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</p> <p>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</p>
	局限性	如果收益是 0 或负值，市盈率就失去了意义
	适用范围	最适合连续盈利的企业



(2) 市净率模型

市净率模型	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值容易取得，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
	局限性	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，其市净率比较没有什么实际意义； 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
	适用范围	这种方法主要适用于需要拥有大量资产、净资产为正值的企业

【例 8-6】在表 8-6 中，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？

表 8-6 20×0 年 6 家上市公司的市盈率和市净率

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=0.06×30.23=1.81（元/股）

按市净率估值=1.92×2.89=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) 市销率模型

市销率模型	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
	局限性	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
	适用范围	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



	围	
--	---	--

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

【答案】C

【解析】市净率估值模型适用于需要拥有大量资产，净资产为正值的的企业，资不抵债说明所有者权益为负值，选项 A、B 表述正确；市销率模型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 C 表述错误；市盈率模型最适合连续盈利的企业，选项 D 正确。

4. 模型的修正

(1) 修正平均比率法：先平均后修正

修正市盈率	①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） ②目标企业每股价值=修正平均市盈率×目标公司预期增长率×目标企业每股收益×100
修正市净率	①修正平均市净率=可比企业平均市净率/（可比企业平均预期权益净利率×100） ②目标企业每股价值=修正平均市净率×目标公司预期权益净利率×目标企业每股净资产×100
修正市销率	①修正平均市销率=可比企业平均市销率/（可比企业平均预期销售净利率×100） ②目标企业每股价值=修正平均市销率×目标公司预期销售净利率×目标企业每股销售收入×100

(2) 股价平均法：先修正后平均

修正市盈率	①修正市盈率=可比企业市盈率/（可比企业预期增长率×100） ②目标企业每股价值=修正市盈率×目标公司预期增长率×目标企业每股收益×100 ③将上一步得出的股价算术平均即可。
修正市净率	①修正市净率=可比企业市净率/（可比企业预期权益净利率×100） ②目标企业每股价值=修正市净率×目标公司预期权益净利率×目标企业每股净资产×100 ③将上一步得出的股价算术平均即可。
修正市销率	①修正市销率=可比企业市销率/（可比企业预期销售净利率×100） ②目标企业每股价值=修正市销率×目标公司预期销售净利率×目标企业每股销售收入×100 ③将上一步得出的股价算术平均即可。

【例 8-8】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，它们的本期市盈率如表 8-7 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？



表 8-7 3 家上市公司市盈率

企业名称	本期市盈率
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。

【例 8-9】依前[例 8-8]数据。各可比企业的预期增长率如表 8-8 所示。乙企业的每股收益是 0.5 元/股，假设预期增长率是 15.5%。

表 8-8 可比企业的预期增长率

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

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÷（可比公司平均预期增长率×100）=29.9÷15.33=1.95

乙企业每股价值=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）。

方法 2：股价平均法

这种方法是根据各可比企业的修正市盈率估计乙企业的价值。

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

然后，将得出股票估值进行算术平均，计算结果如表 8-9 所示。

表 8-9 乙公司每股价值

企业名称	本期市盈率	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

【例题·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。

【例题·计算分析题】甲公司是一家尚未上市的高科技企业，固定资产较少，人工成本占销售成本的比重较大。为了进行以价值为基础的管理，公司拟采用相对价值评估模型对股权价值进行评估。有关资料如下：

(1) 甲公司 2021 年度实现净利润 3000 万元，年初股东权益总额为 20000 万元，年末股东权益总额为 21800 万元，2021 年股东权益的增加全部源于利润留存，公司没有优先股，2021 年年末普通股股数为 10000 万股，公司当年没有增发新股，也没有回购股票，预计甲公司 2022 年及以后年度的利润增长率为 9%，权益净利率保持不变。

(2) 甲公司选择了同行业的 3 家上市公司作为可比公司，并收集了以下相关数据：

可比公司	每股收益 (元)	每股净资产 (元)	权益净利率	每股市价 (元)	预期利润增长率
A 公司	0.4	2	21.2%	8	8%
B 公司	0.5	3	17.5%	8.1	6%
C 公司	0.5	2.2	24.3%	11	10%

要求：

- 使用市盈率模型下的修正平均市盈率法计算甲公司的每股股权价值。
- 使用市净率模型下的修正平均市净率法计算甲公司的每股股权价值。
- 判断甲公司更适合使用市盈率模型和市净率模型中的哪种模型进行估值，并说明原因。

【正确答案】

(1) 甲公司每股收益 = $3000/10000 = 0.3$ (元/股)

可比公司平均市盈率 = $(8/0.4 + 8.1/0.5 + 11/0.5) \div 3 = 19.4$

可比公司平均预期增长率 = $(8\% + 6\% + 10\%) \div 3 = 8\%$

修正平均市盈率 = $19.4 / (8\% \times 100) = 2.425$

甲公司每股股权价值 = $2.425 \times 9\% \times 100 \times 0.3 = 6.55$ (元/股)。

(2) 甲公司每股净资产 = $21800/10000 = 2.18$ (元/股)

甲公司 2021 年度平均股东权益 = $(20000 + 21800) / 2 = 20900$ (万元)

甲公司 2021 年度权益净利率 = $3000/20900 \times 100\% = 14.35\%$

由于预计甲公司 2022 年及以后年度的权益净利率保持不变，所以，甲公司预期权益净利率为 14.35%。

可比公司平均市净率 = $(8/2 + 8.1/3 + 11/2.2) \div 3 = 3.9$

可比公司平均预期权益净利率 = $(21.20\% + 17.50\% + 24.30\%) \div 3 = 21\%$

修正平均市净率 = $3.9 \div (21\% \times 100) = 0.19$

甲公司每股股权价值 = $0.19 \times 14.35\% \times 100 \times 2.18 = 5.94$ (元/股)

(3) 由于甲公司的固定资产较少 (或者由于甲公司属于高科技企业)，净资产与企业价值关系不大，因此，市净率模型不适用；由于甲公司是连续盈利的企业，因此，用市盈率模型对甲公司估值更合适。



本章小结

1. 企业价值评估的目的与对象
2. 现金流量折现模型的理解与应用
3. 三种市价比率的驱动因素
4. 三种相对价值模型的原理、计算、优缺点及适用范围

