

## 第七章 企业价值评估

## 历年考情概况

本章主要考点包括企业价值评估的对象、现金流量折现模型参数的估计、实体现金流量模型、相对价值模型的原理及应用。从最近几年考试情况看，本章内容并不是太多，但是由于该章综合性较强，容易独立出主观题，故应当引起足够重视。

序号	考点	考频
考点一	企业价值评估的目的和对象	★
考点二	股权现金流量模型和实体现金流量模型的应用	★★★★★
考点三	相对价值评估方法	★★★★★

## 考点一：企业价值评估的目的和对象

## 【内容导航】

1. 含义
2. 对象

## 【考频分析】

考频：★

复习程度：掌握企业价值评估对象的分类

## 【主要内容】

1. 含义。企业价值评估简称企业估值，目的是分析和衡量一个企业或一个经营单位的公平市场价值，并提供有关信息以帮助投资人和管理当局改善决策。
2. 对象。企业价值评估的一般对象是企业整体的经济价值。企业整体的经济价值，是指企业作为一个整体的公平市场价值。分为：
  - (1) 实体价值与股权价值
  - (2) 持续经营价值与清算价值
  - (3) 少数股权价值与控股权价值

## 考点二：股权现金流量模型和实体现金流量模型的应用

## 【内容导航】

1. 股权现金流量模型的应用
2. 实体现金流量模型的应用

## 【考频分析】

考频：★★★★★

复习程度：股权现金流量模型和实体现金流量模型的应用

## 【主要内容】

- (一) 股权现金流量模型的应用
  1. 永续增长模型：

股权价值 = 下期股权现金流量 / (股权资本成本 - 永续增长率)

2. 两阶段增长模型 (设详细预测期为  $n$ ):

股权价值 = 详细预测期价值 + 后续期价值 = 详细预测期股权现金流量现值 + 后续期股权现金流量现值

其中: 后续期股权现金流量现值 = 股权现金流量 <sub>$n+1$</sub>  / (股权资本成本 - 永续增长率)  $\times$  (P/F, 股权资本成本,  $n$ )

### (二) 实体现金流量模型的应用

1. 永续增长模型:

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)

2. 两阶段增长模型 (设详细预测期为  $n$ ):

实体价值 = 详细预测期价值 + 后续期价值 = 详细预测期实体现金流量现值 + 后续期实体现金流量现值

其中: 后续期实体现金流量现值 = 实体现金流量 <sub>$n+1$</sub>  / (加权平均资本成本 - 永续增长率)  $\times$  (P/F, 加权平均资本成本,  $n$ )

## 考点三: 相对价值评估模型

### 【内容导航】

1. 市盈率模型
2. 市净率模型
3. 市销率模型

### 【考频分析】

考频: ★★★★★

复习程度: 掌握相对价值评估模型的原理及运用

### 【主要内容】

#### (一) 市盈率模型

1. 基本模型

目标企业每股价值 = 可比企业市盈率  $\times$  目标企业每股收益

2. 市盈率的驱动因素

驱动因素: 增长潜力、股利支付率、风险, 其中关键因素是增长潜力。

3. 应掌握的其他问题

模型应用条件	可比企业应当是三个比率类似的企业
模型优点	①计算市盈率的数据容易取得, 并且计算简单; 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; 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。
模型局限性	如果收益是 0 或负值, 市盈率就失去了意义。
模型适用范围	市盈率模型最适合连续盈利的企业

4. 修正的市盈率模型

(1) 修正平均市盈率法 (先平均后修正)

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  $\times 100$ )

目标企业每股价值 = 修正平均市盈率  $\times$  目标企业预期增长率  $\times 100 \times$  目标企业每股收益

(2) 股价平均法 (先修正后平均)

可比企业修正市盈率 = 可比企业本期市盈率 / (可比企业预期增长率 × 100)

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，对得出的目标企业每股价值进行算术平均，得出最后结果。

或：目标企业每股价值 = 可比企业修正市盈率算术平均数 × 目标企业预期增长率 × 100 × 目标企业每股收益

## (二) 市净率模型

### 1. 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

### 2. 市净率驱动因素

驱动因素：权益净利率、股利支付率、增长潜力、风险，其中关键因素是权益净利率。

### 3. 应掌握的其他问题

应用条件	可比企业应当是四个比率类似的企业
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据容易取得，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。
模型局限性	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。
模型适用范围	市净率法主要适用于拥有大量资产、净资产为正值的企业。

### 4. 修正市净率模型

#### (1) 修正平均市净率法（先平均后修正）

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)

目标企业每股价值 = 修正平均市净率 × 目标企业预期权益净利率 × 100 × 目标企业每股净资产

#### (2) 股价平均法（先修正后平均）

可比企业修正市净率 = 可比企业本期市净率 / (可比企业预期权益净利率 × 100)

目标企业每股价值 = 可比企业修正市净率 × 目标企业预期权益净利率 × 100 × 目标企业每股净资产，对得出的目标企业每股价值进行算术平均，得出最后结果。

或：目标企业每股价值 = 可比企业修正市净率平均数 × 目标企业预期权益净利率 × 100 × 目标企业每股净资产

## (三) 市销率模型

### 1. 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

### 2. 市销率的驱动因素

驱动因素：营业净利率、股利支付率、增长潜力、风险，其中关键因素是营业净利率。

### 3. 应掌握的其他问题

应用条件	可比企业应当是四个比率类似的企业
------	------------------

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。
模型局限性	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。
模型适用范围	市销率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。

#### 4. 修正市销率模型

##### (1) 修正市销率法（先平均后修正）

修正平均市销率 = 可比企业平均市销率 / (可比企业平均预期营业净利率 × 100)

目标企业每股价值 = 修正平均市销率 × 目标企业预期营业净利率 × 100 × 目标企业每股营业收入

##### (2) 股价平均法（先修正后平均）

可比企业修正市销率 = 可比企业本期市销率 / (可比企业预期营业净利率 × 100)

目标企业每股价值 = 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，对得出的每股价值进行算术平均，得出最后结果。

或：目标企业每股价值 = 可比企业修正市销率平均数 × 目标企业预期营业净利率 × 100 × 目标企业每股营业收入