

一、基本原理介绍

(一) 企业价值评估

含义	<p>企业价值评估简称价值估价或企业估值，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。</p> <p>【提示】价值评估使用的方法，带有主观估计的成分，其结论不可能绝对正确。</p>
目的	<p>价值评估的目的是帮助投资人和管理当局改善决策。其主要用途表现在以下三个方面：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 价值评估可以用于投资分析 通过企业价值评估寻找且购进被市场低估的证券或企业，以获得高于市场平均报酬率的收益。 2. 价值评估可以用于战略分析 战略管理可以分为战略分析、战略选择和战略实施。价值评估在战略分析中起核心作用。 3. 价值评估可以用于以价值为基础的管理 企业决策正确性的根本标志是能否增加企业价值

(二) 相对价值评估法

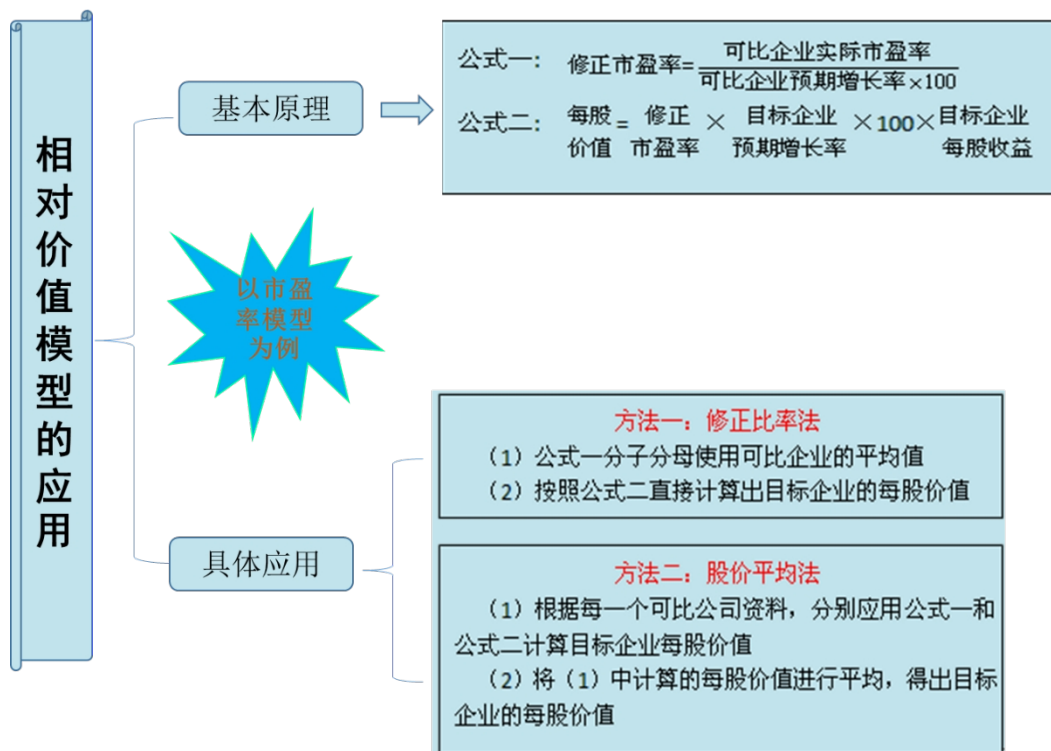
含义	相对价值法是利用类似企业的市场定价来估计目标企业价值的一种方法
原理	它的假设前提是存在一个支配企业市场价值的主要变量（如净利等）。市场价值与该变量（如净利等）的比值，各企业是类似的、可以比较的。
模型	<p>【提示】模型分两类：（1）以股票市价为基础的模型；（2）以企业实体价值为基础的模型，包括“实体价值/息、税、折摊前利润”、“实体价值/息前税后经营利润”等。</p> <ol style="list-style-type: none"> （1）市盈率模型 目标企业价值 = 可比企业平均市盈率 × 目标企业净收益 （2）市净率模型 目标企业股权价值 = 可比企业平均市净率 × 目标企业净资产 （3）市销率模型（收入乘数模型） 目标企业股权价值 = 可比企业平均市销率 × 目标企业的销售收入

模型类别	适用范围
市盈率	市盈率模型最适合连续盈利，并且β值接近于1的企业
市净率	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
收入乘数（市销率）	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

市销率模型



公式	$(1) \text{本期收入乘数} = \frac{\text{销售净利率}_0 \times \text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$
	$(2) \text{内在收入乘数或预期收入乘数} = \frac{\text{销售净利率}_1 \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$
	<p>【公式推导的快捷法】</p> $\frac{\text{收入乘数}}{\text{市盈率}} = \frac{\text{每股市价} / \text{每股收入}}{\text{每股市价} / \text{每股收益}} = \frac{\text{每股收益}}{\text{每股收入}} = \text{销售净利率}$
	<p>收入乘数 = 销售净利率 × 市盈率</p> <p>本期收入乘数 = 本期销售净利率 × 本期市盈率</p> <p>内在收入乘数 = 预期销售净利率 × 内在市盈率</p>
驱动因素	销售净利率、股利支付率、增长率、股权成本，其中关键因素是销售净利率
可比企业选择	可比企业应当是四个比率类似的企业



二、参数计算

(一) 股利增长率 g —张裕

公告日期	分红方案(每10股)		
	送股(股)	转增(股)	派息(税前)(元)
2015-04-28	0	0	4.4
2014-07-05	0	0	5
2013-07-03	0	0	11
2012-06-09	3	0	15.2
2011-06-07	0	0	14
2010-06-30	0	0	12
2009-05-25	0	0	12
2008-05-10	0	0	11
2007-04-21	0	0	8
2006-05-10	0	3	7
2005-04-23	0	0	5
2004-06-04	0	3	1
2003-05-29	0	2	2
2002-06-07	0	0	2.5
2001-06-15	0	0	2

普通股股利增长率的估算方法

- ① 历史增长率
- ② 可持续增长率
- ③ 采用证券分析师的预测

$$x_g = \sqrt[n]{\frac{x_n}{x_0}}$$

$$g_{\text{张裕}} = 6\%$$

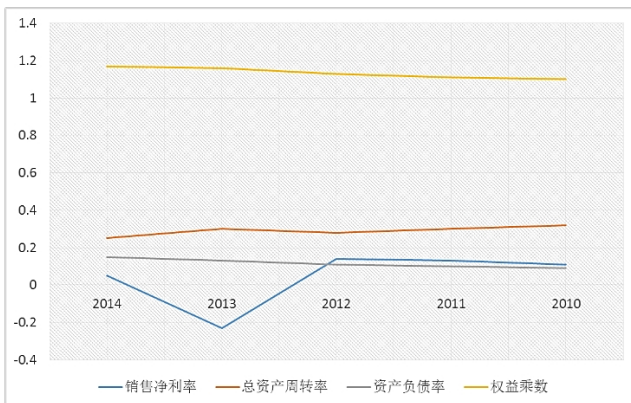
(二) 股利增长率 g —莫高

可持续增长率

假设未来不发行新股，并保持当前的经营效率（销售净利润和资产周转率）和财务政策（资本结构和股利支付率）不变，则可根据可持续增长率来确定股利的增长率 g 。

$$\text{股利增长率 } g = \text{可持续增长率} = \frac{\text{权益净利率} \times \text{利润留存率}}{1 - \text{权益净利率} \times \text{利润留存率}}$$

公告日期	分红方案(每10股)		
	送股(股)	转增(股)	派息(税前)(元)
2015-04-25	0	0	0
2014-04-26	0	0	0
2013-07-02	0	0	0.33
2012-04-21	0	0	0
2011-04-23	0	0	0
2010-04-24	0	0	0
2009-07-06	0	8	0
2008-02-20	0	0	0
2007-08-09	0	0	0.6
2006-03-27	0	0	0
2005-07-29	0	0	0.6



$$g \text{ 莫高} = 0.04 \times 100\% \div (1 - 0.04 \times 100\%) = 4.2\%$$

三、模型应用

(一) 市盈率模型

$$\begin{aligned} \text{修正市盈率} &= \frac{\text{可比企业的市盈率}}{\text{可比企业预期股利增长率} \times 100} = \frac{25.19}{0.06 \times 100} \\ &= 4.32 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{每股价值} &= \text{修正的市盈率} \times \text{目标企业预期股利增长率} \times 100 \times \text{目标企业的每股收益} \\ &= 4.32 \times 0.042 \times 100 \times 0.16 \\ &= 2.90 \end{aligned}$$

(二) 市销率模型

$$\begin{aligned} \text{修正市销率} &= \frac{\text{可比企业的市销率}}{\text{可比企业预期销售净利率} \times 100} = \frac{8.33}{0.31 \times 100} \\ &= 0.27 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{每股价值} &= \text{修正的市销率} \times \text{目标企业预期销售净利率} \times 100 \times \text{目标企业的每股收入} \\ &= 0.27 \times 0.22 \times 100 \times 1.01 \\ &= 5.9994 \end{aligned}$$

四、模型评价

(一) 市盈率模型

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) 市盈率涵盖了风险补偿率、增长率、股利支付率的影响，具有很高的综合性
局限性	(1) 如果收益是负值，市盈率就失去了意义； (2) 市盈率除了受企业本身基本面的影响以外，还受到整个经济景气程度的影响。 β 值显著大于1的企业，经济繁荣时评估价值被夸大，经济衰退时评估价值被缩小； β 值显著小于1的企业，经济繁荣时评估价值偏低，经济衰退时评估价值偏高。周期性的企业，企业价值可能被歪曲。

(二) 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价值乘数； (2) 它比较稳定、可靠，不容易被操纵； (3) 收入乘数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

(三) 莫高股价价值分析



① 对比市盈率模型和市销率模型，市销率模型对于预测莫高股票价值更为适用，且预测值更为精确，因为市盈率模型没有考虑 2013 和 2014 相关数据，且模型参数有更多的假设条件，增大了数据的不可靠性；市销率模型只参照了一个预测参数（预期销售净利率），而且限制条件相对较少，所以市销率模型的 5.999 更具有参考价值。

② 市盈率模型预测的 2013 年股票价值 2.90 也在一定程度上具有参考价值，2013 年的实

际股价为 7 元左右，溢价 2 倍多，市销率模型预测的 2015 的股票价值为 5.999 元，实际股价为 15 左右，溢价也是 2 倍多，两者相互印证。如果溢价波动幅度较大，股价高估风险很大。

③ 一般来说，市盈率水平为有以下几种：<0 指该公司盈利为负（因盈利为负，计算市盈率没有意义，所以一般显示为“—”）；0-13 即价值被低估；14-20 即正常水平；21-28 即价值被高估；28+ 反映股市出现投机性泡沫，莫高的市盈率高达 147.29，而张裕的市盈率为 25.91，在一定程度上说明莫高投资风险很大。

无论是用市盈率模型还是市销率模型，都无法提供绝对正确的数值，本来财务预测就带有很多的不确定性，但数值 5.9994 还是值得我们参考。莫高股价 2012—2015 波动于 5 到 15 之间，为什么会出现差距呢？

- ① 一方面它使用许多定量分析模型，具有一定的科学性和客观性。另一方面它又使用许多主观估计的数据，带有一定的主观估计性质。
- ② 风险—报酬权衡原则。这是有关财务交易的一个原则，在投资人中所有者的风险是最大的，所以需要更高的收益来弥补。
- ③ 资本市场有效原则。资本市场有效是整个财务管理的基础，在半强势的资本市场上股价在一定程度上反映了投资者预期的决策，所以高于参考价值很正常。
- ④ 影响股价的因素很多。如政治因素、经济政策等
- ⑤ 模型的适用性。
- ⑥ 企业自身因素。如最近的表现，未来的发展战略，新推出的产品、服务