

CPA “母仪天下”直播讲解-财务成本管理(第五次)

CPA “母仪天下”直播讲解

财务成本管理

(第五次)

ZHENGBAOKUAIJIWANGXIAO

CPA “母仪天下”直播讲解-财务成本管理(第五次)

企业价值评估

ZHENGBAOKUAIJIWANGXIAO

企业价值评估的一般对象是企业整体的经济价值，即整体的公平市场价值。

内在价值通常用该资产所产生的未来现金流量的现值来计量。

CPA “母仪天下”直播讲解-财务成本管理(第五次)

『提示1』企业整体价值不是各部分的简单相加；来源于要素的结合方式。

『提示2』企业的公平市场价值，是持续经营价值与清算价值中较高的。

『提示3』控股权价值与少数股权价值的差额称为控股权溢价，它是由于转变控股权而增加的价值。

$$\text{控股权溢价} = V_{\text{新的}} - V_{\text{当前}}$$

『例题·单选题』下列关于“少数股权价值与控股权价值”的表述中，不正确的是（ ）。

- A.从少数股权投资者来看，企业股票的公平市场价值是现有管理和战略条件下企业能够给股票投资人带来的现金流量现值
- B.在进行企业价值评估时，评估的对象是控股权价值
- C.对于谋求控股权的投资者来说，企业股票的公平市场价值是企业进行重组，改进管理和经营战略后可以为投资人带来的未来现金流量的现值
- D.所谓“控股权溢价”是由于转变控股权而增加的价值

『答案』B

『例题·单选题』下列关于企业价值评估的现金流量折现法的表述中，不正确的是（ ）。

- A.现金流量折现模型的基本思想是增量现金流量原则和时间价值原则
- B.现金流量折现模型的参数是相互影响的，需要整体考虑
- C.预测基期应为上一年的实际数据，不能对其进行调整
- D.在稳定状态下，实体现金流量、股权现金流量与营业收入的增长率相同

『答案』C

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

『20•多选题』甲上市公司目前普通股市价每股30元，净资产每股8元。如果资本市场是有效的，下列关于甲公司价值的说法中，正确的有（ ）。

- A.会计价值是每股8元
- B.清算价值是每股8元
- C.现时市场价值是每股30元
- D.少数股权价值是每股30元

『答案』ACD

第一部分

现金流量折现模型

一、现金流量折现模型的参数和种类

$$\text{价值} = \sum_{t=1}^a \frac{\text{现金流量}_t}{(1 + \text{资本成本})^t}$$

参数包括：现金流量、资本成本、时间序列。

『提示』注意配比：实体现金流量用“加权平均资本成本”折现；股权现金流量用“股权资本成本”折现。

二、现金流量折现模型参数的估计

(一) 预测营业收入

1.依据基期营业收入和销售增长率预测；

2.预测销售增长率：以历史增长率为基础，根据未来的变化进行修正。在修正时，考虑宏观经济、行业状况和企业的经营战略。

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

(二) 确定预测期间

预测基 期	预测工作的上一个年度；确定基期数据：1) 以上年实际数据作为基期数据；2) 以修正后的上年数据作为基期数据
详细预 测期	在此期间需要对每年的现金流量进行详细预测，并根据现金流量折现模型计算其预测期价值。
后续期	最终的营业收入增长率往往趋于恢复到正常水平，进入稳定增长阶段

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

(三) 估计详细预测期现金流量

实体现金流量 = 税后经营净利润 - 净经营资产增加

$$\begin{array}{ccccccc} \text{税后经营} & & \text{折旧} & & \text{经营营运} & & \text{净经营长期} \\ \text{净利润} & + & \text{摊销} & - & \text{资本增加} & - & \text{资产增加} \\ & & & & & & + \\ & & & & & & \text{折旧} \\ & & & & & & \text{摊销} \end{array} \left[\right]$$

营业现金毛流量

资本支出

营业现金净流量

实体现金流量

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

实体现金流量 = 税后经营净利润 - 净经营资产增加

税后经营
净利润 + 折旧
摊销 - 经营营运
资本增加 - $\left[\begin{array}{l} \text{净经营长期} \\ \text{资产增加} \end{array} + \begin{array}{l} \text{折旧} \\ \text{摊销} \end{array} \right]$

债务现金流量 = 税后利息费用 - 净负债增加

股权现金流量 = 股利分配 - 股权资本净增加
= 净利润 - 股东权益增加

(四) 估计后续期现金流量增长率

后续期价值=

$$\text{现金流量}_{t+1} \div (\text{资本成本} - \text{现金流量增长率}) \times (P/F, i, t)$$

『结论1』在稳定状态下，实体现金流量、股权现金流量和营业收入的增长率相同，因此可以用营业收入的增长率来估计现金流量增长率。

『结论2』绝大多数可以持续生存的企业，其营业收入增长率可以按照宏观经济增长率估计。

CPA “母仪天下”直播讲解-财务成本管理(第五次)

『例题·单选题』公司今年的每股收益为1元，分配股利0.2元/股。该公司净利润和股利的增长率都是6%，公司股票报酬率与市场组合报酬率的相关系数为0.8，公司股票报酬率的标准差为11%，市场组合报酬率的标准差为8%，政府债券报酬率为3%，股票市场的风险补偿率为5%。则该公司的本期市盈率为（ ）。

A.8.48

B.8

C.6.67

D.8.46

『答案』 A

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

『例题·单选题』 某公司预计第一年每股股权现金流量为3元，第2~5年股权现金流量不变，第6年开始股权现金流量增长率稳定为5%，股权资本成本一直保持10%不变，计算该公司在目前的股权价值，如果目前的每股市价为55元，则该企业股价（ ）。已知： $(P/A, 10\%, 5) = 3.7908$ ， $(P/F, 10\%, 5) = 0.6209$

A.被高估了 B.被低估了
C.准确反映了股权价值 D.以上都有可能

『答案』 A

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

『例题·计算分析题』甲公司2017年12月31日的股价是每股60元，为了对当前股价是否偏离价值进行判断，公司拟采用股权现金流量模型评估每股股权价值。有关资料如下：

(1) 2017年年末每股净经营资产30元，每股税后经营净利润6元，预计未来保持不变；

(2) 当前资本结构（净负债/净经营资产）为60%，为降低财务风险，公司拟调整资本结构，并已作出公告，目标资本结构为50%，未来长期保持目标资本结构；

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

(3) 净负债的税前资本成本为6%，未来保持不变，利息费用以期初净负债余额为基础计算；

(4) 股权资本成本2018年为12%，2019年及其以后年度为10%；

(5) 公司适用的所得税税率为25%。

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

要求：（1）计算2018年每股实体现金流量、每股债务现金流量、每股股权现金流量。

（2）计算2019年每股实体现金流量、每股债务现金流量、每股股权现金流量。

（3）计算2017年12月31日每股股权价值，判断公司股价被高估还是被低估。

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

要求：（1）计算2018年每股实体现金流量、每股债务现金流量、每股股权现金流量。

2017年年末股价60元，每股净经营资产30元，每股税后经营净利润6元，预计未来保持不变；

（1）2018年每股实体现金流量 = 6（元）

CPA “母仪天下”直播讲解-财务成本管理(第五次)

2017年每股净经营资产30元，预计未来保持不变；资本结构（净负债/净经营资产）为60%。调整资本结构，目标资本结构50%，长期保持。净负债的税前资本成本为6%，未来保持不变，利息费用以期初净负债余额为基础计算；所得税税率为25%。

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

2017年年末每股净负债 = $30 \times 60\% = 18$ (元)

目标资本结构下每股净负债 = $30 \times 50\% = 15$ (元)

2018年年末每股净负债减少额 = $18 - 15 = 3$ (元)

2018年年末每股债务现金流量

= $18 \times 6\% \times (1 - 25\%) + 3 = 3.81$ (元)

2018年年末每股股权现金流量 = $6 - 3.81 = 2.19$ (元)

CPA “母仪天下”直播讲解-财务成本管理(第五次)

要求：（2）计算2019年每股实体现金流量、每股债务现金流量、每股股权现金流量。

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

每股净经营资产30元，每股税后经营净利润6元，预计未来保持不变；资本结构（净负债/净经营资产）50%，长期保持。净负债的税前资本成本为6%，未来保持不变，利息费用以期初净负债余额为基础计算；股权资本成本2018年为12%，2019年及其以后年度为10%；所得税税率为25%。

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

(2) 2019年年末每股实体现金流量 = 6 (元)

2019年年末每股债务现金流量

$$= 15 \times 6\% \times (1 - 25\%) = 0.675 \text{ (元)}$$

$$\text{2019年年末每股股权现金流量} = 6 - 0.675 = 5.325 \text{ (元)}$$

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

要求：（3）计算2017年12月31日每股股权价值，判断公司股价被高估还是被低估。

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

2018年年末每股股权现金流量2.19元；每股股权现金流量5.325元；股权资本成本2018年为12%，2019年及其以后年度为10%；所得税税率为25%。

(3) 每股股权价值

$$= 2.19 / (1 + 12\%) + (5.325 / 10\%) / (1 + 12\%)$$
$$= 49.5 \text{ (元)}$$

每股市价60元大于每股股权价值49.5元，因此该公司股价被高估了。

第二部分

相对价值评估模型

一、基本模型

(一) 市盈率模型

1. 市盈率估值的基本模型

目标企业每股价值 = 可比企业市盈率 × 目标企业每股收益

2. 市盈率驱动因素分析 (判断可比企业的标准)

$$\text{本期市盈率} = \frac{p_0}{\text{每股收益}_0} = \frac{\text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

$$\text{内在市盈率} = \frac{P_0}{\text{每股收益}_1} = \frac{\text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

『提示』 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。

(二) 市净率模型

$$\text{本期市净率} = \frac{\text{权益净利率} \times \text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

$$\text{内在市净率 (或预期市净率)} = \frac{\text{权益净利率} \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

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

(三) 市销率模型

$$\text{本期市销率} = \frac{\text{营业净利率} \times \text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率})}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

$$\text{内上市销率 (或预期市销率)} = \frac{\text{营业净利率} \times \text{股利支付率}}{\text{股权成本} - \text{增长率}}$$

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

『例题·单选题』关于价值评估的相对价值评估方法，下列式子正确的是（ ）。

- A. 内在市盈率 = 股利支付率 × (1 + 增长率) / (股权成本 - 增长率)
- B. 内在市净率 = 权益净利率 × 股利支付率 × (1 + 增长率) / (股权成本 - 增长率)
- C. 内在市销率 = 营业净利率 × 股利支付率 / (股权成本 - 增长率)
- D. 本期市净率 = 权益净利率 × 股利支付率 / (股权成本 - 增长率)

『答案』 C

二、特点

(一) 市盈率模型

优点	计算简单；反映投入和产出的关系；涵盖了风险、增长率、股利支付率，具有综合性。
局限性	如果收益是0或负值，就失去了意义。
适用	连续盈利的企业。

CPA “母仪天下” 直播讲解-财务成本管理(第五次)

(二) 市净率模型

优点	极少为负值；数据容易取得；比净利稳定，；如果会计标准合理并且各企业会计政策一致，净资产的变化可以反映企业价值的变化。
局限性	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；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；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	拥有大量资产、净资产为正值的企业

CPA “母仪天下”直播讲解-财务成本管理(第五次)

(三) 市销率模型

优点	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；比较稳定、可靠，不容易被操纵；市销率对价格政策和企业战略变化敏感，可反映这种变化后果。
局限性	不能反映成本的变化。
适用	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。

『例题·单选题』运用相对价值评估模型进行企业价值的评估，市净率模型不适用（ ）。

- A. 固定资产多的企业
- B. 净资产为负的企业
- C. 净利润为负的企业
- D. 营业收入为负数的企业

『答案』 B

『解析』市净率 = 每股市价/每股净资产，对于净资产为负的企业，市净率没有意义，所以，选项B是答案。市盈率模型不适用净利润为负的企业。

『例题·多选题』关于企业价值评估中的相对价值评估法，下列说法正确的有（ ）。

『答案』 ABD

A.市销率估值模型不能反映成本的变化

B.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)

C.在股价平均法下，直接根据可比企业的修正市盈率就可以估计目标企业的价值

D.净利为负值的企业不能用市盈率进行估值

CPA “母仪天下”直播讲解-财务成本管理(第五次)

谢谢大家

ZHENGBAOKUAIJIWANGXIAO