

《估值》

图书基本信息

书名：《估值》

13位ISBN编号：9787111423393

10位ISBN编号：7111423399

出版时间：2013-6

出版社：机械工业出版社

作者：（美）埃斯瓦斯·达莫达兰

页数：448

译者：李必龙,李羿,郭海

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介以及在线试读，请支持正版图书。

更多资源请访问：www.tushu000.com

前言

前言本书第1版带有时代印记，但它是该书的本源。创作本书第1版的灵感闪现于1999年年底，时值互联网的盛期之末。这个灵感触发于两个现象：传统的估值模型似乎不能解读当时技术类公司（特别是新技术）的天价股。面对估值难点，分析师放弃传统估值方法，却陷入一些“误区”——使用各种新的技法和讲故事方式，为所估价格作说辞和搪塞。本书第1版的出版恰逢互联网泡沫破灭之时。随着市场的演进与改变，焦点也发生了位移。这种泡沫及其相关的新技法和新模型的辩词又张冠李戴于一组新股票（中国和印度的股权）和一些新型资产（次级按揭贷款）。我逐渐意识到，一旦分析师遭遇困境，无法用传统模型和方法对公司进行估值时，就容易陷入某种“误区”。这次的第2版反映的视角更加广泛：第1版聚焦于年幼公司和高科技（网络）公司，第2版的视野将扫描所有难以估值的公司。第2~5章回顾了估值的基础性工具。它们侧重概述传统的现金流贴现模型、概率模型（模拟算法和决策树）、相对估值模型和实物期权。这些内容多半都在我的其他估值著作里有过表述。第6~8章探讨了影响所有估值的宏观变量的问题和争议。第6章审视的是无风险利率——其他所有估值要素的必要组成部分，并挑战这样一种观念：政府债券利率永远是无风险利率的有效评估值。第7章探讨股权风险溢价。这是另一个在估值中被视为不言自明的数字，主要是因为长期以来成熟市场的风险溢价都很稳定。在不断演变且波动性大的市场里，风险溢价甚至在短期内也会发生很大的变化。无视这种现实会导致对结果的误估。第8章研究了其他一些隐含于估值中的有关实体经济增长的宏观经济假设。本章还关注了汇率和通货膨胀率，讨论其评估的不一致性如何影响我们的结论。第9~12章探讨不同企业周期面临的估值挑战。在第9章，我们关注估值初创公司时面临的挑战：这类公司有了某种产品或服务的创意，但缺乏有形的商业化产品。此时，它们的收入和市场都很有有限，但该章还是探讨了这类创意演化为商业化产品的一些循序渐进的方法。该章还审视了初创企业估值最初阶段所面临的那些挑战。这些都是风险投资人在向小企业提供“天使投资”时所必须面对的挑战。第10章顺企业生命周期阶梯拾级而上，审视年幼成长型公司——其产品和服务已经找到了市场，而且收入增长很快。该章还研究了上市（相对于不上市）和保持增长的可持续性的估值内涵。另外，该章还认真打量了闯过风险投资阶段并已经上市的成长型公司。这些公司具有很好的增长表现，但它们的规模不够。在第11章，我们把注意力投向了成熟公司——它们已不再成长，提升价值的主要方式是并购、业务重组和财务重组。在这个过程中，我们也探讨了在杠杆收购的背景下，私募股权投资者如何看待成熟公司的价值及其控制权的价值。第12章关注处于衰落中的公司——负增长，且很可能陷入困境和出现倒闭。第13~17章探究了出于各种原因很难估值的各类公司。第13章审视了大宗商品类（石油和黄金）公司和周期性公司。它们的利润受外部因素（大宗商品价格和经济状况）左右、动荡不定，使得各种预测变得很困难。在第14章，我们梳理了与金融服务公司（银行、保险公司和投资银行）相关的特有挑战，重点放在监管的变化会如何影响价值上。第15章所考虑的公司，其价值都依赖于无形资产：专利、科技实力和人力资本。这些公司的资产性质及其会计处理准则的缺陷，为估值带来了很大的挑战。第16章审视了在动荡和年幼经济体（新兴市场）中经营的公司，探讨如何更好地评估这类公司的价值。第17章则设法了解在各国从事多元化经营的公司，探讨如何更好地处理这些公司内部不同部分的相互影响。总之，本书的第2版涉猎了所有类别的公司（不仅仅是年幼的技术类公司）在估值上的负面行为和不良做法。

《估值》

内容概要

金融专业人士一直面临的挑战是：许多公司难以用传统方法进行估值。

20世纪90年代互联网公司蓬勃发展之际，估值问题就难倒了很多金融专业人士。

如今，金融专业人士依然面临着这样的挑战，对于新兴市场公司、金融服务类公司等来说，如何对其股权及证券进行准确估值呢？作者在第1版的基础上对本书进行了彻底的更新，把范围拓展到所有难以估值的公司，包括技术型、人力资本型、大宗商品型和周期性公司，涵盖了公司的整个生命周期，包括初创期、成长期、成熟期、衰落期。本书为公司生命周期的各个阶段、各种类型的公司，均提供了具体的评估指引。

此外，作者对金融领域予以特别的关注，阐述了当今急剧变化的信贷市场对估值的影响。其间，他详细阐述了当前非常迫切的估值问题，如“美国政府债券是无风险的吗？”“你如何在流动性严重匮乏的市场上评估资产？”等等。

书籍目录

译者序

作者简介

前言

第1章 估值的难点1

1.1 价值基础1

1.2 跨期估值5

1.3 跨生命周期的估值6

1.4 各类公司的估值10

1.5 厘清估值的难点15

1.6 结论17

第2章 内生性估值18

2.1 现金流贴现估值18

2.2 现金流贴现估值的衍生版41

2.3 内生性估值模型给我们带来了什么49

2.4 结论50

第3章 概率估值：情景分析、决策树和模拟算法51

3.1 情景分析51

3.2 决策树54

3.3 模拟算法60

3.4 概率风险评估方法综述69

3.5 结论71

第4章 相对估值72

4.1 什么是相对估值72

4.2 相对估值的普遍性73

4.3 相对估值流行的原因和潜在的缺陷73

4.4 标准化价值和倍数74

4.5 应用倍数的四个基础步骤76

4.6 相对估值和内生性估值的协调89

4.7 结论89

第5章 实物期权估值90

5.1 实物期权的本质90

5.2 实物期权、风险调整过的价值及其概率评估91

5.3 实物期权案例92

5.4 实物期权的注意事项103

5.5 结论105

附录5A 期权及其定价的基础105

第6章 摇晃的根基：无风险利率的“风险性”114

6.1 什么是无风险资产114

6.2 为什么无风险利率重要115

6.3 评估无风险利率115

6.4 评估无风险利率的问题122

6.5 有关无风险利率的最后想法130

6.6 结论131

附录6A 国家的主权信用131

第7章 风险投资：评估风险的价格133

7.1 为什么风险溢价重要133

7.2 风险溢价的决定要素是什么135

- 7.3 评估风险溢价的标准方法137
- 7.4 结论152
- 第8章 基本面举足轻重：实体经济153
 - 8.1 实体经济的增长153
 - 8.2 预期通胀率157
 - 8.3 汇率162
 - 8.4 流行的做法166
 - 8.5 难点166
 - 8.6 药方167
 - 8.7 结论168
- 第9章 蹒跚学步：创业和年幼公司169
 - 9.1 经济体中的年幼公司169
 - 9.2 估值问题171
 - 9.3 估值的难点174
 - 9.4 估值的亮点178
 - 9.5 结论205
- 第10章 攀升的新星：成长型公司206
 - 10.1 成长型公司206
 - 10.2 估值问题209
 - 10.3 估值的难点213
 - 10.4 估值的亮点220
 - 10.5 结论241
- 第11章 长大成形：成熟公司242
 - 11.1 经济体中的成熟公司242
 - 11.2 估值问题244
 - 11.3 估值的难点247
 - 11.4 估值的亮点252
 - 11.5 结论277
- 第12章 日薄西山：衰落的公司279
 - 12.1 经济中的衰落公司279
 - 12.2 估值问题281
 - 12.3 估值的难点284
 - 12.4 估值的亮点290
 - 12.5 结论320
- 第13章 潮起潮落：周期性和大宗商品类公司322
 - 13.1 关键词322
 - 13.2 估值的难点324
 - 13.3 估值的亮点329
 - 13.4 结论346
- 第14章 随行就市：金融服务公司347
 - 14.1 金融服务公司：全局图347
 - 14.2 金融服务公司的特征349
 - 14.3 估值的难点351
 - 14.4 结论367
- 第15章 看不见的投资：具有大量无形资产的公司368
 - 15.1 具有大量无形资产的公司368
 - 15.2 估值的难点370
 - 15.3 估值的亮点371
 - 15.4 结论392

第16章 波动性规则：新兴市场中的公司393

16.1 新兴市场公司的角色393

16.2 估值难点395

16.3 估值的亮点398

16.4 结论415

第17章 章鱼：多元化全球公司416

17.1 跨国性416

17.2 估值争议418

17.3 估值的难点420

17.4 估值的亮点422

17.5 结论440

第18章 直击要旨：消弭难点441

18.1 坚守原则、善用新工具、弹性评估441

18.2 关注市场，但不要让它们左右你的估值441

18.3 不要忽视风险442

18.4 增长不是免费的，不会总是加分的444

18.5 好事都有尽头444

18.6 小心遇上截断风险444

18.7 回顾过去，思考未来445

18.8 善用大数定律446

18.9 接受不确定性，相机处置447

18.10 把故事转化为数字447

18.11 结论448

1.2 跨期估值 在不稳定的宏观经济环境下，公司估值会变得很复杂。实际上，估值的三大基本要素——无风险利率、风险溢价以及宏观经济(实际和名义)增长率——在某些情况下会变得不确定，这使得估值愈发困难。在本节，我们将探讨这些基本要素变动的的原因以及它们如何影响估值。

1.2.1 利率 我们在对风险资产估值时需要回答一个基本问题：你预期从无风险投资中获得多大的回报率？答案是：无风险利率。在大多数估值情况下，虽然我们把这个作为已知条件，但有时很难确定这个值。如果不知道无风险利率，估值的其他问题也就无法解决了。为了理解为什么无风险利率难以确定这个问题，让我们先定义无风险利率。无风险利率是你预期能从某项确保收益的资产中获得的回报率。因为能带来此类收益的投资必须没有违约风险，我们采用国债利率作为无风险利率。此外，对于投资者来说，无风险利率的概念必须与一定投资期限联系在一起，六个月期限的确保性投资收益与五年期限的差别很大。那么潜在的问题是什么呢？首先，有些国债是由政府以其他国家货币形式发行或者是非公开交易的，这就使我们一开始就不可能得到长期国债利率。其次，不是所有政府都不会违约，由此产生的潜在违约风险会导致债券发行利率上升，最终使得相关利率蕴涵风险。最后，当期无风险利率相对于基本面或历史数据来说可能(或者表面看来)过高或过低，这也就带来了一个新的问题，即我们是否应该在估值时把其作为长期利率锁定。

1.2.2 市场风险溢价 在对单个公司估值时，至少有两个风险的估值参数，我们要借助市场价格，且今后每次估值时都会用到。首先是股权风险溢价，这是投资者投资于风险资产(或资产组合)而要求的超出无风险利率的额外风险补偿。实际上，我们可以通过观察长期的历史数据得到这个数字(这里内含的假设是未来的溢价最终会向这个数字靠拢)。其次是债务违约风险溢价，这是估值中计入债务成本的部分，其数值通常可通过两种方式获取：一是看不同信用等级公司债券的级差利率；二是看公司当期按其负债面值所支付的利率。在大多数估值情况下，股权风险溢价与债务违约溢价被认为是已知或给定的。所以，分析师在估值时，会专注于公司的特有变量(现金流、增长率及风险)。此外，在股票市场和债券市场中，我们通常假设风险的市场价格会一直保持稳定，但对于新兴市场这些假设难以成立。即使在成熟市场，我们也面临着两个问题。第一，经济波动会导致股权风险溢价和债务违约溢价明显变动。如果在评估公司价值时，不能反映风险溢价的这些变动，则会导致低估或高估公司价值(这取决于风险溢价偏高还是偏低)。第二，某些情况下，特别是在动荡的市场环境中，我们所评估的短期(1~2年内)股权风险溢价与长期(5年以上)股权风险溢价会存在较大差异。为了使公司价值评估更准确，我们要把这些预期的变化因素计入到未来估值过程中。

1.2.3 宏观经济环境 脱离所处的宏观经济环境去评估公司价值是不现实的，经济的不稳定会导致公司利润与现金流的波动。在成熟经济体中，评估公司价值更容易些，毕竟成熟经济体中通胀率和实际增长率都是稳定的，影响公司价值变化的往往是那些公司特有变量。对于我们来说，在不断变化的经济环境下评估公司价值是一种全新的挑战，因为宏观经济环境的变化会明显改变所有公司的价值。实际上有三大宏观经济变量会影响公司价值。第一个是实际经济增长率，它的变化会影响所有公司的增长率(包括价值)，特别是对周期性行业影响最大。第二个是预期通胀率，因为通胀率的剧烈变动会对公司价值产生正面或负面的影响。相对于没有议价能力的公司而言，有议价能力的公司可将通胀压力转嫁到消费者身上，其所受到的影响会小一些。会计规范和税法对通胀的处理方式会影响到所有公司。第三个相关变量就是汇率，将某种货币形式的现金流转换为另一种货币形式时，我们需要对未来的预期汇率做出假设。在动荡多变的经济环境下评估公司价值，我们要面临多种挑战。首先，我们在预测时没有考虑宏观经济变量的预期变化。例如，使用当前汇率转换未来的现金流。其次，对于宏观经济变量的预测会出现内在矛盾。例如，一方面假设本币通胀率会上升，另一方面又假设本币币值会走强。最后，对于宏观经济变化的预测与估值所使用的其他变量不一致。例如，一方面假设通胀率在上升，导致预期现金流增加，另一方面又假设无风险利率不变，这最终会导致公司估值偏高。

1.3 跨生命周期的估值 虽然对所有公司而言，评估价值的要素都一样，但不同的公司估值时所面临的挑战却明显不同。在本节，我们依据所处的不同阶段，把公司分为四类，然后依次探讨每类公司的估值问题。

1.3.1 公司生命周期 公司的生命旅程一般会经历一个从初创，到成长，然后成熟，最后衰退的周期。随着公司所处生命周期的不同，估值参数的评估难度也不一样，所以，最好从生命周期的五个阶段入手，分析每一阶段所面临的估值问题(见图1.3)。值得注意的是，不同公司在生命周期每一阶段所经历的时间也大不一样。有些公司(如谷歌和亚马逊)很快度过初创期而进入成长期，其他公司则是逐渐过渡，正常发展。很多成长型公司只有几年的成长期就进入了成熟

《估值》

期，而另外一些公司(如可口可乐、IBM、沃尔玛)的成长期可持续几十年。在周期的每个阶段，都会有一些公司没能闯过去，或是因为资金链断裂且无法融资，或是由于无法履约还债。 P5-6

编辑推荐

《估值:难点、解决方案及相关案例》编辑推荐：估值的权威指南：根据当今金融市场的现状，予以全部更新。提供最佳实践和成熟解决方案：来自全球顶尖估值专家。涵盖所有公司类型及公司的整个生命周期。拓展全新领域：针对金融服务类和大宗商品类公司的估值。一家公司或一项资产的价值几何？这个问题比以往任何时候都迫切：我们已经看到了资产和公司价值错估所带来的灾难。然而，有些资产很难用传统方法进行估值。为了准确评估它们的价值，请从《估值:难点、解决方案及相关案例》介绍的技术和经典方法起步。作为声名显赫的估值专家，达莫达兰在书中介绍了核心的估值工具，分析了当今的估值难点，然后系统地处理了公司生命周期各阶段面临的估值挑战，接着转向了难以进行估值的那些公司，包括大宗商品类公司、周期性公司、金融服务类公司、依赖无形资产的公司以及经营多元化的公司。达莫达兰的真知灼见对涉猎估值的每个人都是不可或缺的，无论是金融专业人士、投资者，还是并购专家、创业家，都会从中获益匪浅。

《估值》

精彩短评

- 1、：
- F714.1/3303
- 2、给原书四分半，翻译扣1.5。翻译的一堆什么鬼东西
- 3、物超所值，投资人士必读！
- 4、#2014年读过的书# 上当了，不该买这本书。冲着作者的名头，啃下了这本几百页厚的大书，读完才发现不适合自己。作者力求总结出处于不同生命周期，具有不同特点的公司的估值模型。不过，追求约精确，参数就要引入得越多，预测或者说假设就越多，势必导致整个模型应验了测不准原理。书里面起码罗列了上百个公式。一边看这些公式，我一边在想教宗的那句话——模糊的正确，好过精确的错误。此言不谬也！另外，这本书的翻译也有不少问题，怀疑三位翻译者的工作经历有注水嫌疑。最后总结，这本书还是比较适合放在学校里当教材用。实战上，仅供参考，不可照搬使用。
- 5、书不错，值得一看~~
- 6、终于回到了我的手边，被两个同事拿去翻阅，都号称读不下去。读书有时候还是要有一些8g的心态。看此书，不是为了估值的方法，而是为其思考问题的方式。很多问题，你想到了也不一定会有解，有解了也不一定有用。但如果你压根就没想到，那就大件事了。哎，我的思路越来越像大哥了。。。最后的最后，这本书没看完，看不动了。不是说写得差，而是作者沉浸在“建造一个无懈可击的估值模型”的dream里不能自拔，实用性！实用性啊大哥！
- 7、用来做公司理财的进阶教材肯定很棒~案例逻辑都很不错，就错别字多
- 8、估值中的实际问题都有案例可参照 很好
- 9、相当不错，通俗易懂又不失专业性!难得！但是书的包装膜可太烂了，真的是烂了，而且巨多灰。下次出库运输要注意咯！看在书的份上和你们多年老用户的份上，友情提示一下哦！
- 10、这个算是高级进阶本，不太适合一般投资者。建议更换达莫达兰的《价值评估》。
- 11、有点晦涩难懂 . . . 很难坚持读完，但依然不失为一本教科书
- 12、作者的这著作，可谓其之前若干经典的“实践版”，彼此间具有较好的互补性，该书结构内容也富有时代感——做到了与时俱进，且印制排版也不错，尤其适于证券同业读者。
- 13、比以前看过的所有同类书体系都要好
- 14、估值
- 15、看完后对企业，特别是对股票的估值会有一些可以参考的方法。
- 16、1
- 17、最好找到英文原版，对照着看。这个中文版翻译得比嚼蜡还难受，本来以为会是一本很专业的书
- 18、给出了明确的估值因素以及风险因素
- 19、在估值的书里，很难找到如此实用、又如此前沿的书！作者达莫达兰是给高盛讲课的顶级教授！
- 20、非常实用的欧美估值方法论
- 21、讲的比较细，如果没学过估值的学起来还是有收获的；可惜大部分兄弟都知道，不清楚的内容很有味道，推荐
- 22、崇尚原则、变通、工具的估值理论，目前为止看过的关于Advanced Valuation最好的书。如果说Nick Antill是术之上者，那么Damodaran就是道之大成。在估值领域中浸淫的人，很难不惊叹于作者惊人的洞察力和技巧。
- 23、翻译减一
- 24、很值得阅读的一本书，对估值的一些基本问题分析很到位
- 25、我还是信奉市场有效理论 它可能出错 但不可能一直出错
- 26、很牛。
- 27、太学术了
- 28、内容针对不同类型的书，说明了不同的估值方法
- 29、值得再看
- 30、是我太菜还是怎么，感觉好多数据不对啊，就连加减法感觉都有错
- 31、非常好，真的受益匪浅
- 32、从纸张、装帧到内容都是5星

《估值》

- 33、这本书看比较费劲 好多地方看不懂 . . . 但不因为看不懂就降低对他的评价 . . 也许是我相关的知识不行吧 . . .
- 34、印刷质量很好，物流也非常给力书内的内容还没看 但我觉得一个是本好书
- 35、解决了目前估值的一些难点和疑惑，并提供了准确的解决方案。
- 36、这个领域内最好的书
- 37、坚守原则、善用新工具、弹性评估；无论是资产管理还是投资管理，本质都是价值管理，而估值是价值管理的灵魂。
- 38、终于看完了
- 39、这本书还是很全面的，全面的学习如何估值。
- 40、适合从事企业价值评估和管理的专业人士阅读，对解决实际问题、纠正评估中的错误认识和做法很有帮助，翻译也很好，难得的优秀评估专业书籍。

章节试读

1、《估值》的笔记-第350页

负债是原材料，不是资本。当我们谈到非金融服务公司的资本时，我们倾向于谈论负债和股权。公司从股权投资人和债券持有人手里募集资金，并利用这些资金做投资。在我们估值这家公司时，我们估值的是这家公司拥有的资产的价值，而不仅仅是其股权价值。对于金融服务公司，负债的含义不同。大多数金融服务公司并不把负债作为资本的一个来源，而是将其视为原材料。换句话说，负债之于一家银行就像钢铁之于一家制造企业——把钢铁制成某种能够以一个更高价格出售并带来利润的东西。因此，金融服务公司的资本似乎是被狭义地定义为只包括股权资本。资本的这个定义被管理当局强化了，后者评估银行和保险公司的股权资本比例。

负债是金融企业的原材料，这个观点好新奇~

2、《估值》的笔记-第267页

提升价值的方法

3、《估值》的笔记-第18页

一、现金流贴现本质

即资产创造预期现金流的能力。现金流大且可预测，价值高于现金流小且不确定。

二、公司估值与股权估值

1、股权估值（股权自由现金流以股权成本折现）=公司估值（公司自由现金流以wacc折现）-非股权要求权价值

2、折现率选取跟现金流及其风险相匹配

三、估值参数

包括当期现金流（现有投资产生的现金流-为支撑未来发展的再投资）；增量现金流（新投资带来的增长；效率型增长，即现有投资效率提高；增长率设定；高增长期时间长度）；稳定增长时间长度（计算终值）；折现率取值

1、现金流指标

（1）红利：适用于上市公司，隐含假设公司已经将可分配现金全部以股利形式分配，股票价格为预期红利的现值，因为现金流为每期红利加最后一期股价（股价又由未来红利决定）。相对好预测。对于无分红公司，该指标为零，但不应为负。

（2）增强红利：包括红利和公司回购股票给投资者带来的现金。后者具有较强不确定性，因此考虑采用年化平均值（例如5年平均），注意回购股票的现金可能来自于过去积累的现金和新的债务，因此可能比（3）和（4）要大。

（3）股权自由现金流FCFE：可能为负数（一种情况是大额负债到期要还），需要把再投资年化平均。负数年度表示需要新的股本金补足。

（4）公司现金流：可能为负数，但是跟到期负债无关，负数年度需要新的资金补足。

2、折现率（风险）

（1）股权投资风险一方面取决于业务经营风险，另一方面也取决于杠杆，一般而言杠杆越大风险越高。

（2）股权成本是隐含成本，无法观察到；同时对不同的投资者而言，股权成本区别很大。

（3）股权成本取决于边际投资者，即持股数量足够影响股价的投资者，且假设其投资是多元化的，

《估值》

即系统性风险不应该计入股权风险补偿。

(4) 股权风险计算方法：CAPM，套利定价或多因素模型，代理模型（把预期回报率作为因变量，以市场上观测到的指标如市值、PB倍数等作为自变量做回归求出方程，再把公司的实际指标带入计算回报率。代理模型可能只是市场无效的表现，不能真正衡量风险）

3、折现率的细节问题

(1) 无风险利率：一是实体无违约风险（国债有时也不一定能保证），二是期限匹配，但是即使期限匹配的国债也可能面临息票的再投资风险，所以也可能不是无风险利率。

(2) 股权风险溢价：不仅仅是投资者认识到的投资此类股权或资产的风险的补偿，也反应了投资者的风险偏好。溢价会随时间发生变化。

(3) 贝塔：回归分析，看该股票收益在多大程度上随市场波动（历史数据不能反应未来，有统计偏差（不同时段不同指数结果差异很大），且不适用于初创公司）。可以以公司业务占比为权重，对业务所在行业平均无杠杆贝塔做一个加权，再折算成有杠杆贝塔（P28页例子）。

(4) 负债成本：无风险利率（期限与股权无风险利率相同）+风险溢价。几种情况，一是用公司对外发行债券的ytm（流动性好，能代表公司总体债权风险的，例如不是以公司最好资产作抵押的）；二是基于权威机构评级评估的风险溢价；三是模拟评级（只看利息覆盖率=息税前利润/利息，简单却有效）；计算的负债ytm可以与负债票面利率对比一下，不过倾向于采用ytm。税率应使用边际税率。

(5) 股债权重：采用市场价值计算权重（债权实在没有就用面值）。注意考虑权重是否会变化，如果会，可以考虑从当前比例逐步变化至目标比例，资本成本如果有变化也要反应出来。

4、增长率

(1) 营业利润、净利润和每股利润增长率不同，特别是对成长期公司和转型类公司。股票发行和回购影响净利润和每股利润的差异；负债增长率高于营业利润增长率，那么营业利润增长率就高于净利润增长率（一定注意是增长率，而不是利润率）；固定成本的比例越高，营业利润增长率要高于收入增长率（成本被摊平了）

(2) 历史增长率和未来增长率：历史增长率由于取值方法不同差异很大，且历史不能代表未来（相关性弱，递减效应导致后期增长放缓，周期性——高增长期与低增长期交替出现）。可以参考行业分析师或管理层预测（但容易受大环境影响且不客观）。

(3) 增长率，取决于增加新投资，以及原有投资回报率的增长（两者皆无则不会增长）。不同利润的再投资率和投资回报率公式不同（P34）。且，使用的回报率应该是边际回报率而非平均回报率。成熟公司新投资机会有限，主要关注效率增长，如果效率降低，则导致增长率下降。效率增长完全是正面影响，而新投资的回报必须要高于其成本。对于效率低于行业平均的公司，反而潜力更大，且效率增长不会永久持续（最终要回到一个如通胀率的水平）。

4、《估值》的笔记-第83页

倍数	核心变量	估值错配
市盈率	预期增产率	每股利润高增长但市盈率低的股票
市帐率	股权回报率	股权回报率高但市帐率低的股票
市售率	净利润率	净利润率高但市售率地的股票
企业价值/息税折旧摊销前利润	再投资率	再投资需求低但企业价值/息税折旧摊销利润比率也低的股票
企业价值资本率	资本回报率	资本回报率高但企业价值资本率低的股票
企业价值/销售额	税后营业利润率	税后营业利润率高但企业价值/销售额低的股票

5、《估值》的笔记-第17页

全书要解决问题的总体概括

一、内生价值评估的四个普遍性问题：

- 1、现有资产产生的现金流是什么：现有资产产生利润/现金流的能力，该能力以何种速度增长，现金流的持续时间（注意周期性企业和未达产企业）
- 2、未来增长能带来多少价值：未来增长来自于新增投资，新增投资相对于公司规模的大小（留存比率或者融资），超出资本成本的回报率水平（低于资本成本不会产生增值），该项评估的波动性一定很大（随预期和新信息不断调整）
- 3、现有价值产生现金流的风险有多大：折现率（不同风险的现金流对应不同折现率，不同阶段折现率可以改变，增长率降低，折现率也随之降低，因为风险减少）
- 4、何时进入成熟期，潜在障碍是什么：确定终值（永续经营假设可能被收购、破产、重组破坏；成熟期取决于公司本身，也取决于竞争对手）

二、股权价值和公司价值：债务的界定，以及不同类型股权（流动性、表决权、求偿权）价值判定

三、跨期估值（宏观环境对估值影响）

- 1、无风险利率：找不到合适的期限，国债也有违约风险，特定时期国债利率可能过高或过低（作为长期利率锁定可能不合适）
- 2、股权、债权风险溢价：股票、债券市场价格波动可能导致高估或低估，短期和长期风险溢价可能差异较大，新兴市场国家数据可得性和市场波动性
- 3、宏观经济环境：主要是确定现金流增长率。实际经济增长率、通胀率、汇率（缺乏预测、预测矛盾或不一致）

四、跨公司生命周期估值

每个公司经历生命周期的时间不一致，且有可能在任一阶段失败。

- 1、初创期：估值假设太多，预测难度大，失败风险大
- 2、成长期：成长期公司可能先亏损后盈利的，规模扩大收入增长会下降（需要判断下降速度），收入增长后利润和风险会如何变化，维持收入增长所需投入量，期权对价值影响。
- 3、成熟期：资产利用效率会有波动，并购增长的可能性，资本结构变动（导致风险变动）
- 4、衰落期：价值全部来自自有资产，且逐步减少，按正常估值会显著高估。剥离资产现金流预测，负债情况分析、其他求偿权对股权价值影响。

五、公司类型

- 1、金融企业：隐含风险大（主要表现为会计记账和资产市值的差距，高杠杆），监管规则影响发展速度（一旦出现风险，股东权益是最后受保护的一项权益，因此难以评估）、优先股具有股权和债权双重特征，因此很难估值。
- 2、周期性大宗商品企业：基准年选取可能导致价格假设差距很大，周期性影响参数取值和风险度量，储量决定估值不能采用永续假设。
- 3、轻资产公司：无形资产估值问题（会计上不将某些无形资产作为资产，而是直接费用化，导致利润和账面价值不可信），增长率估计问题，确定何时进入稳定增长期有困难（可能迅速下滑，也可能长期保有优势）
- 4、新兴国家：国家风险评价，如果市场陷入危机，企业也难以独善其身，以及征用和没收风险（既不能过分衡量，也不能忽略）

《估值》

5、跨国公司：不同地区差异（增长假设，不能同时进入稳定期，会计政策差异），假设不同区域风险相互抵消可能高估企业价值，因为不清楚的地方往往风险较大。

六、估值难点（消极的处理难点的不合理方式）

- 1、参数：基准年确定可能不能反映企业实际情况；外购数据的准确性难以确定；管理层预测的主观性
- 2、评估：衰减效应（收入增长速度可能逐步放缓）；参数取值前后矛盾（除了每一参数能够站住脚，参数的内在联系也应该考虑）；估值特例（采用特殊的企业案例佐证自己的假设）；新方法的采用可能不靠谱（要遵循估值的基本原理，即估值的基础是盈利）；复杂的模型和参数不一定更好；过去的经验可能并不适合全部情景。
- 3、估值后：估值修饰（乱打折扣）、市价牵引（估值受市价左右）

6、《估值》的笔记-第441页

就企业估值而言，有几项无论如何我们绝不能放弃的基本原则：

- （1）任何一项资产都是基于其在未来创造现金流的能力而获得价值；
- （2）风险影响价值；
- （3）增长必定是勤奋的结果（不会从天而降）
- （4）供求规律颠扑不破——认为无需再投资就可以无限增长的分析师违背了这个基本原则

《估值》

版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问：www.tushu000.com