

# 《价值评估方法与技术》

## 图书基本信息

书名：《价值评估方法与技术》

13位ISBN编号：9787801667595

10位ISBN编号：780166759X

出版时间：2006-1-1

出版社：中国档案出版社

作者：北京中能兴业投资咨询有限公司

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](http://www.tushu000.com)

# 《价值评估方法与技术》

## 内容概要

本书是关于资本价值评估方法与技术的专业性工具书。从实际应用入手，深入浅出地全面说明了价值评估的基本原理、使用方法及其局限性。

# 《价值评估方法与技术》

## 精彩短评

- 1、手册类
- 2、没什么实例，但是一本不错的参考书
- 3、有点高深
- 4、还行的 刚到手的复印版 没废话 言简意赅
- 5、真是业界良心。作为中能兴业公司的第一本书，踏踏实实地结合国内状况阐释基本概念，不好高骛远。国内这么踏实做事的真不多。如其序言所说，本书最大特点就是实用性和本土化。只可惜此公司现在不知身在何处。
- 6、A concise guide
- 7、实用，小书

1、第3章：现金流贴现法要素解读原理：企业的价值基于它产生现金流的能力和现金流的不确定性。假设：自由现金流是公司或股东唯一的收益来源。在某些情况下，公司可能还有自由现金流以外的其它收益来源，如处置冗余资产。冗余资产并不构成公司营运时的投资资本，在计算公司营运的投资资本时应予以扣除。一个容易发生的错误是重复计算资产价值。如果一项资产所能产生的现金已被计算入现金流，那么该资产的其它可能利益就不应该再计入公司的价值，也就是说冗余资产不应该对现金流的产生有任何贡献。

要素1：自由现金流1) 股权现金流和公司现金流：前者是可以向所有投资者支付或收取的现金流，反映了公司的总体价值；后者是可以向股东支付或收取的现金流，反映了股权的价值。2) 名义现金流和实际现金流：前者含通货膨胀，后者不含。在估值中，通用的做法是采用名义现金流，主要基于以下原因。a.大多数信息以名义价格标识；b.计算贴现率的要素（如利率）采用名义价格；c.历史财务报表均采用名义价格，预测报表采用实际价格会产生混乱。3) 税前现金流和税后现金流：在估值中使用税后现金流和相应的税后贴现率，因为税收的依据是权责发生制的记账方法，而非现金流，所以要调整出税前现金流并非易事，不能通过税后现金流经税率的简单调整而得到。4) 新兴行业中的现金流调整：在新兴行业中，技术和创新水平将决定公司命运，公司会产生巨大的研发费用。现有会计准则将研发费用计入营业费用，并在发生的同期冲销，而研究产生的价值不会在资产负债表中体现，使得投资和资本回报无法反映公司的现实水平，这给估值带来很大困难。目前常用的处理方法是，将已作为费用冲销的研发费用调整回NOPLAT，并将其作为资产在摊销期内逐年摊销。摊销期按照研发的产品或服务预计为企业带来收益的年限，或者由公司确定的专利权平均保护年限来决定。

要素2：贴现率1) 经济含义2) 权益资本成本- APM (套利定价模型)- CAPM (资本资产定价模型)a. 无风险利率通常选用适当的国债利率作为无风险利率的估计值，期限依赖于现金流产生的时间段。在估值中经常使用10年或20年的国库券的当前收益率，因为假设企业是永续存在的。在对国内上市公司的估值中可选择我国10年期国债收益率估计国内的无风险利率水平。b. 市场风险溢价一般使用证券市场指数的历史回报率作为市场预期回报率的估计。目前还没有对国内市场风险溢价的权威说明，在估值中一般使用成熟市场的5%左右的市场风险溢价水平代替。c. 值影响因素：1. 销售额敏感性：反映了企业销售额对经济周期的敏感程度。当产品需求主要由收入决定时，销售敏感性较高，而必需品的敏感性较低。2. 营业杠杆系数：反映了企业固定成本和可变成本之间的比值。企业营业杠杆系数较高，说明它的成本刚性较大，因此抵御经济波动的能力较小，经济敏感性较高。3. 财务杠杆比率：反映了企业负债在投资资本中所占的比重。财务杠杆高的企业经济敏感性高。国内尚无权威机构提供上市公司以及不同行业的值，可采用下列方法。1. 使用历史数据计算值对股票的历史收益率与市场收益率进行回归分析，其中b即为该公司值的估计数。基于历史数据的值会随着选择的历史区间和回报间隔而改变。在其它条件既定的情况下，回归中应使用较多的观察值作为样本，但在较长历史区间内，公司的风险特性可能会发生变化。因此，在实践中通常使用公司2-3年的日回报率计算值。在此期间内发生分红、送股等情况时，应对股价进行调整，以使股票收益率能正确反映收益水平。2. 使用行业调整前值计算公司调整后值所谓调整，是指在计算中包含还是剔除财务杠杆对值的影响。调整后的值包含财务杠杆的作用，调整前则剔除其影响。根据股票收益率与市场收益率的关系，可以计算出行业内有代表性的上市公司的历史值；按照各个公司的资本结构，可以分别计算出调整前的值；以各公司的市值作为权数，可以计算出行业平均的调整前的值。3) 加权平均资本成本a. 确定资本结构1. 以投资资本的市场价值为权重，而不应使用账面价值股权的市场价值：即为股票的市值。对于非流通股，其价值应等于流通股股价扣除流通性溢价，但流通性溢价本身很难确定，为简化起见，建议仍然使用股票价格计算非流通股份的市场价值和资本结构。债务的市场价值：一般假定债务账面价值与市场价值近似。少数股东权益的市场价值：如果少数股东权益是公开上市的，可根据股票的市场价格直接确定其价值。如果并未上市，其市场价值一般采用可比法来计算，包括市盈率法、市净率法和账面值法。2. 使用目标资本结构需综合采用以下三种方法制订公司的目标资本结构。- 尽量估算以现实市场价值为基础的公司资本结构。- 参照可比公司的资本结构。- 了解管理层的筹资观念及其对目标资本结构的影响。b. 确定各项资本成本1. 债务资本成本影响因素：当期市场利率水平；公司的违约风险；债务关联的税收优惠。通常使用同等风险债务的最新现行市场利率估算债务资本成本。因国内并不存在市场利率水平，一般使用银行长期存款利率作为债务成本的估计。注意应扣除所得税的影响。2. 少数股东权益资本成本如果认为少数股东权益所面临的风险与公司股东权益面

临的风险不同，则将其作为一个单独的资本来源在WACC中体现。如果认为少数股东权益与公司股东权益面临的风险相等，则将其计入股本价值。考虑到国内上市公司少数股东权益一般由合并从事主营业务的子公司形成，我们建议将其价值计入股本价值合并计算。3. 其它资本成本其它资本成本包括可转换债、优先股、股票期权等，这些资本来源在国内尚不多见，而其资本成本测算比较复杂，故暂不讨论。4) 贴现率选择随着时间推移，公司的战略变化及成长阶段都会影响公司的预计风险，所以无论是权益资本成本还是加权平均资本成本都会随之发生相应变化。最完美的调整方法是对有现金流的各个期间采用不同的资本成本。但实际上，为简单起见，普遍采用单一的资本成本。要素3：终值1) 定义基于持续经营假设，可将估值的预测期分为两个阶段；明确预测期和明确预测期以后。明确预测期之后的现金流现值即终值。2) 预测期选择一般要求，尤其是在使用稳定增长率公式计算终值时，明确预测期结束时公司都应达到经营的稳定状态，这种稳定状态应同时具备三个特征。3) 终值算法a. 稳定增长法1. 保证现金流在假设条件下必然会按照同一比率稳定增长验证的标准之一是明确预测期以后第一年的投资资本回报率是否已经达到稳定水平。在使用股权现金流贴现法时，还必须保证明确预测期最后一年公司的资本结构就已经达到稳定水平。2. 对稳定增长率进行合理预测理论上，稳定增长率最合理的估计是该行业产品的预期长期消费增长率加上通货膨胀率。实践中，通常以经济的长期增长速度作为稳定增长率的预测。使用预测期后第一年的净利润或NOPLAT来计算终值，而非现金流，是因为如果没有进行严格的稳定增长验证，明确预测期最后一年的现金流乘以稳定增长率并不能代表明确预测期以后的正常水平；要正确估计现金流的正常水平，需要根据稳定增长率和投资资本回报率假设对资本支出和负债水平进行调整。b. 倍数法在使用稳定增长法计算终值时，前提条件是已经进入稳定增长，而使用倍数法则不受这一条件的约束。在使用倍数法时，应避免1) 直接应用公司当前观察到的倍数计算终值，2) 直接使用可比公司当前倍数的中指或平均值计算终值。c. 终值计算的注意事项1. 避免简单外推的错误简单外推：预测期以后第一年的公司净资本支出、付息债务变化和营运资本变化均以预测期最后一年的数据按照稳定增长率计算得出。净资本支出：投资资本按照稳定增长率发生变化，但由于明确预测期以后第一年和明确预测期最后一年的ROIC可能不同，投资资本的变化并不一定按照稳定增长率增长。处理方法：1). 通过明确预测期以后第二年的NOPLAT和ROIC调整明确预测期以后第一年的投资资本数据，最后计算出净资本支出；2). 直接使用NOPLAT或净利润的终值计算公式；3). 延长明确预测期限，使公司在明确预测期内就达到稳定增长状态。付息债务变化：付息债务按照稳定增长率增长，但由于明确预测期最后一年和明确预测期倒数第二年的资本结构可能不同，付息债务的变化并不会同步增长。处理方法：1). 通过明确预测期以后第二年的NOPLAT和ROIC调整明确预测期以后第一年的投资资本数据，进而根据当年资本结构计算付息债务水平，最后计算付息债务变化；2). 直接使用净利润终值计算公式；3). 延长预测期限，使公司在明确预测期内就达到稳定增长状态。营运资本变化：营运资本总额按照稳定增长率发生变化，但由于公司的增长速度发生了变化，营运资本变化的增长率不会等于营运资本的增长率。处理方法：1). 直接预测营运资本而非营运资本的变化；2). 直接使用NOPLAT或净利润的终值计算公式；3). 延长明确预测期限，使公司在明确预测期内就达到稳定增长状态。2. 周期性行业的处理对于周期性行业的公司，基准年份（明确预测期的最后一年）可能处于公司经济周期的不同阶段，当年的收益可能很低或者很高。处理方法：首先应选择一个完整经济周期作为预测期，并采用标准化的平均收益作为基准年份的收益。

2、第1章：价值评估概述- 基本理念任何资产的价值都取决于它能在未来带来的收益，但未来总是具有不确定性，即风险。价值评估就是对资产未来收益和面临风险的一种权衡。虽然价值评估通常以定量分析模型形式呈现，但远非一门严密和客观的科学，更近似于艺术。企业价值=股权价值+债务价值+少数股东权益- 常用方法- 应用领域1) 证券投资；2) 并购分析；3) 企业管理- 国内上市公司估值框架-- 估值的难处1) 在“母公司-上市公司”架构下，存在大量复杂关联交易，使得上市公司的经营绩效失真。2) 国有上市公司经常将资金用于金额庞大、无关主业的长期投资。3) 上市公司倾向于少分红或不分红，大股东通过各种形式的资金占用获取回报，被占用资金常难以回收。4) 上市公司倾向于保持大量超额现金（含短期投资）。5) 上市公司普遍存在相当比重的补贴收入，以税收返还形式进行的补贴收入及各种形式的税收优惠使得上市公司的实际税负难以把握。6) 国内会计制度和信息披露政策经常变动，使得财务信息的连续性受到损害。--估值框架--对长期投资估值的简化1) 将长期股权投资视同非主业投资进行处理。（对外投资的会计处理）2) 将长期投资作为整体统一对待。3) 使用账面的长期投资净值和投资收益以衡量其资产规模和收益水平。第2章：绩效预测——价值评估的基础- 框架- 重构-- 财务报表间的勾几关系-- 资产负债表重构1) 根据资产负债类型，比如流动资产类、流动负

债类、固定资产类、所有者权益类等进行适当合并。2) 从资产负债表资产项中扣除超额现金、长期投资, 对所有者权益作相应调整(不调整付息债务)。公司所有者权益-长期投资-超额现金=营业所有者权益-- 损益表重构1) 从成本项中分拆出非现金的折旧等项目, 并计算销售成本、EBITDA、EBIT等指标。1.1) 依据我国目前的会计准则, 非现金的折旧和摊销按照资产的用途被分别记录在主营业务成本(销售成本)、管理费用等科目中, 但在财务报告中并未进行详细披露。可采用如下简化做法: 直接从主营业务成本(销售成本)中扣除折旧和摊销, 主营业务税金及附加直接计入销售成本。1.2) EBITDA和EBIT均为营业利润, 不含投资收益、营业外收支等项目。EBITDA剔除不同公司间的财务杠杆、折旧政策的差异, 从而使公司更具有可比性。EBITDA=销售收入-销售成本(不含折旧摊销)+其它利润-营业费用(不含折旧摊销)-管理费用(不含折旧摊销) 2) 从损益表中扣除投资收益、营业外收支, 根据持续经营原则对补贴收入进行适当调整。2.1) 投资收益: 因从公司资产项中扣除了超额现金和长期投资, 也应调整投资收益以得到营业损益表。2.2) 营业外收支: 主要包括固定资产盘盈/盘亏、处置固定资产净收益/净损失。2.3) 补贴收入: 属于非经常性损益(公司发生的与生产经营无直接关系, 以及虽与生产经营相关, 但其性质、金额或发生频率影响了投资者真实、公允地评价公司当期经营成果和获利能力的损益项目), 包括出口退税、增值税、所得税先征后返收入及其它行业性补贴收入等。从估值角度, 我们仅考虑公司能持续获得的补贴收入。举例: a. 政府定价的公用事业行业, 如水务、交通等, 补贴收入本质为政府采购或转移支付, 该部分须保留。b. 政府将持续扶持的行业, 如农业、化肥等, 补贴收入具有持续性, 该部分须保留。2.4) 考虑到只有在被投资企业所得税率低于母公司税率时才需要补纳所得税, 通常情况下我们并不对公司所得税进行调整。-- 小结- 解读-- 投资资本分析投资资本=付息债务+少数股东权益+递延税款(+贷项, -借项)+所有者权益=最低现金+营运资本+固定资产及其它付息债务=短期借款+一年内到期的长期负债+长期负债少数股东权益: 当母公司拥有合并财务报表的控股子公司时, 母公司以外的其它投资者在子公司中的权益体现为合并报表中的少数股东权益。递延税款: 产生于会计利润和应税所得的时间性差异。税前会计利润>应税所得, 产生递延税款贷项(负债), 反之, 产生借项(资产)。营运资本=营运流动资产-营运流动负债营运流动资产=流动资产-最低现金营运流动负债=流动负债-短期借款-一年内到期的长期负债固定资产及其它=固定资产+无形资产+其它长期资产-- 息前税后营业利润分析(NOPLAT: Net Operating Profits Less Adjusted Taxes) 1) 由EBIT直接计算NOPLAT=EBIT × (1-t)+ Deftax Deftax: 递延税款变化2) 由净利润(NI)调整计算NOPLAT=NI+IntExp × (1-t)+MP+ deftaxIntExp: 利息支出MP: 少数股东损益 Deftax: 递延税款变化-- 财务比率分析1) 盈利能力比率销售毛利率一般而言, 若企业产品或客户类别及整体经济环境未有重大转变, 毛利率应基本保持稳定, 其受企业内部管理因素的影响较小, 受行业和经济环境影响较大。销售净利率销售净利率更多反映了企业内部管理对盈利水平的影响。净资产收益率(ROE)净资产收益率主要从股东的角度分析回报水平, 反映了股本资本的盈利水平。ROE的缺陷: 1) 受公司资本结构和债务利息的影响很大; 2) 通常比较短视, 只关注当年或者下一年的信息, 主要侧重于损益表的管理, 而往往忽视了现金流量的实际数量和时机, 即产生利润所需要的投资或其时机, 这很可能是以企业丧失更好的投资机会和更大的未来利润为代价的。投资资本回报率(ROIC)ROIC不受企业投资资本内部比例, 即公司财务结构变化的影响, 能更好地反映企业真正的资金使用效率和资产盈利能力。2) 负债比率资产负债率一般而言, 维持较高的资产负债比率的企业必须拥有平稳的利润, 以承担每年必须支付的固定利息支出。债务权益比率债务权益比率反映了企业运用财务杠杆的程度。对公司而言, 由于利息支出可以在税前列支, 付息债务有一定税收优势, 在一定条件下可以增加净资产收益率, 但由于本金和利息支付的刚性, 它同时也会减少公司的灵活性, 增加公司的运营风险。从债权人的角度看, 债务权益比率反映了公司对债务资本的依赖程度, 也显示了债权人投入的资本受到股东权益保障的程度。利息保障倍数利息保障倍数用于评估企业是否能赚取一定的利润以支付每年固定的利息支出, 同时也可衡量公司的财务缓冲能力, 即了解公司在付息出现困难之前营业利润下跌的程度有多大。如果预期整体经济或企业所从事行业的环境将变坏, 则在使用利息保障倍数分析时可能需提高一贯采用的标准。3) 资产管理比率不同行业的资产管理比率差异很大, 这说明了各自行业的特点, 故比较时要充分考虑到比较公司的行业特征和行业正常的资产管理比率水平。在计算资产周转率时一般使用该项资产期初和期末的平均数来表示该项资产的正常水平。存货周转率应收账款周转率应收账款周转天数应与行业或企业一般给予客户的信用期进行比较。4) 变现能力比率用于对企业营运资金足够性、偿债能力以及潜在风险的分析, 主要取决于企业在近期可转变为现金的流动资产的多少。流动比率在使用流动比率时需考虑构成流动资产的项目并衡量这些项目的可变

## 《价值评估方法与技术》

现能力或收款期。流动比率也从一个相反的方面显示了企业的资金管理能力。流动比率受行业影响比较明显。速动比率存货的变现速度最慢，而且成本和可变现收入之间可能存在巨大差距。对于那些存货无法或很难转变为现金的公司，速动比率是比流动比率更好的衡量公司流动性的指标。影响速动比率可信性的重要因素是应收账款的变现能力，如果应收账款成为坏账的可能性很高，或者由于季节性或其它因素，应收账款余额没有反映该企业的正常水平，则在使用速动比率时要进行非常谨慎的调整。

5) 现金流比率用企业当年经营活动产生的现金流去衡量企业的收入水平，从而对企业的盈利能力、还债能力以及再投资的能力进行更严格的判断。现金流动负债比现金付息债务比该比率说明了企业用经营活动现金支付利息的最高上限。销售现金比率现金满足投资比率显示企业创造现金能力和支付现金需求之间的比对关系。

6) 分红比例- 预测-- 预测方法选择1) 以收入为出发点2) 以资本支出为出发点-- 特定科目的预测1) 损益类项目预测假设：1. 未来5年公司销售量将以每年12%的速度增长，之后5年以每年6%的速度发展，预测期结束后保持稳定增长状态，增长率为5%。2. 产品单价呈逐步下降趋势，由目前的1.40元降至1.28元，并稳定在这一水平上（销售收入=销售量×单价）。3. 现金成本支出占销售收入的比例保持不变。销售成本、营业费用和管理费用占销售收入的比例分别为36.0%、13.2%和10.5%。4. 非现金成本支出包括折旧和摊销。固定资产按直线法提取折旧，现有固定资产折旧年限为10年，新增资本支出折旧年限为15年，残值率为5%。无形资产摊销年限为10年。5. 所得税率=法定所得税率2) 营运资本预测方法：先预测财务比率，然后利用比率计算出具体的预测科目。假设：流动资产和销售收入保持一定比率，流动负债按4.0%增长。3) 资本支出预测假设：资本支出用于扩充产能，资本支出/销售量稳定在0.244) 融资预测假设：1. 不通过发行新股本进行融资。2. 分红比例为50%。3. 75%的资本支出由债券进行融资。4. 债权融资以等额还款方式进行，年利率6.0%，期限8年。-- 财务报表的预测循环计算问题合理性检验

# 《价值评估方法与技术》

## 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](http://www.tushu000.com)