绝对估值法

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 中文名 | 红利折现模型DDM | 折现现金流法（DCF） | | 净资产价值法NAV | 经济增加值折现法EVA | 调整现值法APV |
| 股利自由现金流折现模型FCFE | 无杠杆自由现金流折现模型FCFF /UFCF |  |  |
| 英文名 | Discounted dividend model | Free Cash Flow of equity | Free Cash Flow of equity /Unleveraged free cash flow | Net Asset Value | Economic Value Added | Adjusted Present Value |
| 估计结果 | 股权价值 | 股权价值 | 企业价值 | 股权价值=净资产价值 | 企业价值 | 企业价值 |
| 含义 | 当前公司的股价，支付给股东的现金红利 | 股东未来能拿多少钱 | 向所有出资人（包括债券和股权出资人）进行自由分配的现金流 | 净资产价值=企业价值估计-净债务  ⚪ 企业价值估计=公司资源储备未来能够顺利开发成产成品，以这些资源储备能够带来的净现金流的现值  ⚪ 净债务=债务-现金 | 公司运用投入资本所创造的高于资本成本的价值=估值时点投入资本的账面价值+未来所有经济增加值的折现现值 | WACC债务比率不稳定的情况 |
| 一般公式 |  |  |  |  | EVA：            若EBIT仅包括核心经营活动产生的利润  **⚪ 投入资本回报率ROIC**（Return on Invested Capital）  **⚪ 投入资本IC**（Invested Capital）：公司在核心经营活动（主要是固定资产、无形资产以及经营性营运资金）上已投资的累计数额。它包括股权人及债务人的投资，即用股东权益+有付息义务的债券投资（严格的讲，在此基础上还要扣除非核心资产和多余现金）  **⚪ 调整税后净经营利润NOPLAT/EBIAT**：扣除与核心经营活动有关的所得税后公司核心经营活动产生的利润。 |  |
| 终值的估计TV | 终值估计Pn  1.Gordon永续增长模型    2.终值倍数法 | 终值估计TV  1.Gordon永续增长模型    2.终值倍数法 | 终值估计TV  1.Gordon永续增长模型    2. .终值倍数法  EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) | 终值估计 | 终值估计TV |  |
| 现金流估计 | 红利估计（DPS）  1.固定红利支付率    2.最大红利支付 |  |  | 与UFCF同 |  |  |
| 永续增长率估计 |  |  |  |  |  |  |
| 折现率估计 | 股票的预期收益率=投资者的必要报酬率=折现率  CAPM模型（r）    -beta | 股票的预期收益率=投资者的必要报酬率=折现率  CAPM模型（r）    -beta | 加权平均资本成本（WACC）    -债务成本（kd）      -股权成本（ke）  CAPM | 加权平均资本成本（WACC） | 加权平均资本成本（WACC） |  |
| 应用 | 一般应用于有稳定股利政策（比如分红比例稳定）的公司，较多使用稳定红利增长模型 |  |  | 房地产、石油采矿等行业的估值方法 |  |  |
| 缺陷 | 大部分公司的红利发放政策不稳定，甚至有些公司不方法红利，这样导致估算的预测期现金流偏低，而终值偏高 |  |  |  |  |  |
| 对比 | 一般FCFE=DDM，但由于为了（1）保持稳定性（2）未来的投资需求（3）税收影响（4）管理者的利己行为 | |  |  |  |  |
|  |  |  | |  |  |  |
|  |  |  | （1）NAV仅考虑现有资源在未来开发的价值，不考虑公司未来有可能新增加的资源。仅考虑企业价值中的一部分，相对其真实价值有所低估。（2）假设已有资源能够顺利开发为产成品，不考虑开发失败的风险。NAV估值对真实价值有所高估。（3）对房地产、石油、采矿采用NAV而非UFCF的原因：UFCF对获取新增资源所作的假设不令人信服，而NAV可以将当前确定性资源的价值与未来不确定性资源的价值分开来。 | |  |  |
|  |  |  | UFCF与APV |  |  |  |

相对估值法（可比公司法）

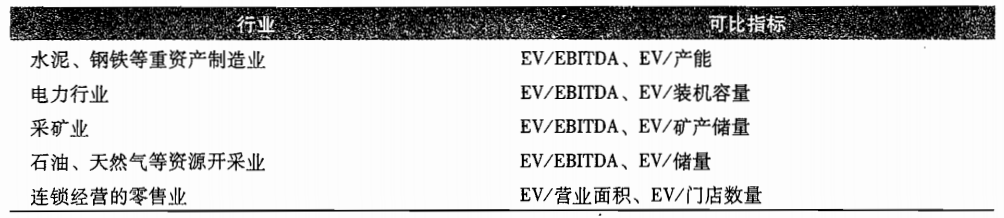
# 一、相对估值法对比

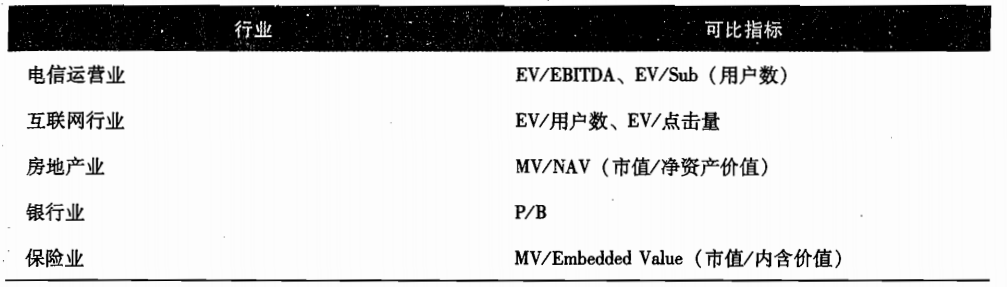
|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **方法** | **股票价格倍数法** | | | | **企业价值倍数法** | | | | **特殊可比指标** |  |
| **说明** | **基于股票价格或股权价值** | | | | **基于企业价值** | | | | **股权价值** | **股权价值** |
| **指标** | **市盈率（P/E）倍数法（最常用）（Price Earnings Ratio）** | | **市净率（P/B）倍数法（Price-to-Book Ratio）** | | **企业价值/息税前利润倍数**  **EV/EBIT** | | **企业价值/息税折旧摊销前利润倍数**  **EV/EBITDA** | **企业价值/某经营指标倍数** | **A/H指标** | **PEG倍数法（Price/Earnings/Growth Rate）** |
| 应用 | 能够反应公司的成长性及风险性等特征 | | 衡量一家公司的经营成长性和股东投入的运用能力 | |  | |  |  |  | 高成长型公司，反映公司收益的增长前景对价值的影响  （PE无法反映公司收益的增长前景对价值的影响，对于高成长型公司或可比公司的增长水平与目标公司差异很大时，使用PE不合适） |
| 缺陷 | PE无法反映公司收益的增长前景对价值的影响，对于高成长型公司或可比公司的增长水平与目标公司差异很大时，使用PE不合适。 | |  | |  | |  |  |  |  |
| 适用行业 | — | | 银行业估值中最常用方法之一 | |  | | 适用于重资产行业 |  | 同时在香港市场和内地A股市场上市的公司 |  |
| 可比公司 | 市盈率倍数=每股市价/每股收益=每股市价/以全年加权平均普通股股数计算的每股收益（数据更易获取）  市盈率倍数=股权市值/净利润=每股市价/以当前已发行普通股股数的每股收益（更能代表当前公司股票的投资价值）  \*\*计算结果不一致  \*股权市值=P\*当前已发行普通股股数  \*NI=EPS\*全年加权平均普通股股数 | | 市净率倍数=每股市价/每股净资产  市净率=股权价值/净资产  \*公司股权融资后的PB要考虑融资的影响 | | EV/EBIT | | EV/EBITDA | 不同行业不同，选用适用行业的经营指标（由公司所有出资人共同贡献和享有的，与企业价值相对应，与股权价值无关）  普遍适用：企业价值/营业收入  发电行业：EV→装机容量 | A/H指标=A股价格/H股价格 | PEG=股权价值÷（净利润\*盈利增长率）=每股市价÷（每股收益\*盈利增长率）=市盈率÷盈利增长率 |
| 补充 | （1）**发行在外普通股加权平均数**=期初发行在外的普通股股数+当期新发行普通股股数\*已发行时间/报告期时间-当期回购普通股股数\*已回购时间/报告期时间  **（2）净利润数据使用**  P→最新股价  EPS→盈利数据（1）最近一个完整会计年度隶属数据（2）最近十二个月数据（3）预测年度盈利数据  可比公司与目标公司应用同一时期数据 | | **净资产**=资产-负债  一般情况下，净资产=归母公司所有者权益 | |  | |  |  |  | 盈利增长率=100\*增长率（增长率数值的100倍，无“%”）→通常采用未来3-5年预期的年复合增长率（可以一定程度上避免收益的短期波动对价值的影响） |
| 方法 | **（1）目标公司的中位数或平均数** | | **（1）目标公司的中位数或平均数** | | **（1）目标公司的中位数或平均数：**EV=EBIT\*(EV/EBIT倍数)  **[可比公司]**  股价→股权价值→EV（股权价值+债券价值-现金及非核心资产，均需用市场价值）→EV/EBIT倍数的中位数或平均数  **[目标公司]**  EV=EBIT\*(EV/EBIT倍数) →股权价值（股权价值=EV+现金及非核心资产-债务价值）→股价P | | **（1）目标公司的中位数或平均数：**  EV=EBITDA\*(EV/EBITDA倍数)  **[可比公司]**  股价→股权价值→EV（股权价值+债券价值-现金及非核心资产，均需用市场价值）→EV/EBITDA倍数的中位数或平均数  **[目标公司]**  EV=EBITDA\*(EV/EBITDA倍数) →股权价值（股权价值=EV+现金及非核心资产-债务价值）→股价P |  | **（1）目标公司的中位数或平均数：**  **[可比公司]**  A/H指标平均数和中位数  **[目标公司]**  A股价格=H股价格\*A/H指标 | **（1）目标公司的中位数或平均数：**  **[可比公司]**  PEG平均数和中位数  **[目标公司]**  股权价值=PEG\*净利润\*盈利增长率  每股价值=PEG\*每股收益\*盈利增长率 |
|  | | **（2）回归**  选用可比公司的市净率倍数对ROE进行回归，将目标公司的ROE放入回归结果中推算出目标公司适用市净率倍数 | |  | |  |  |  |  |
| 目标公司 | 股权价值=净利润\*市盈率倍数  每股价值=每股收益\*市盈率倍数 | | 股权价值=净资产\*市净率倍数  每股价值=每股净资产\*市净率倍数 | | EV=EBIT\*(EV/EBIT倍数) | | EV=EBITDA\*(EV/EBITDA倍数) |  | A股价格=H股价格\*A/H指标 | 股权价值=PEG\*净利润\*盈利增长率  每股价值=PEG\*每股收益\*盈利增长率 |
| 其他指标 | 股票的收益率（投资者投资股票要求的回报率）  Re =1/PE =EPS/P | |  | |  | |  |  |  |  |
| 应用 | 增长性越好，风险越低，PE↑  公司PE>行业或市场平均PE→一般公司成长性好，市场看好  公司PE过高→股票可能高估，存在泡沫  公司PE过低→股票可能低估，存在投资价值 | | **市净率与ROE的关系**  ROE↑→P/B↑  净资产相同时，ROE较高的公司→能够带来更多回报，价值也应该较高→P/B更高 | |  | | **EV/EBITDA受公司资本密集程度、持续的资产投资需求、资本成本、税率、未来的增长性影响：**  资本越密集，未来扩张时资产投资需求越高。资本成本越高、税率越高及未来增长性越低的公司，EV/EBITDA越低。 |  |  |  |
| 对比 | 市场持续上涨或经济基本面较好→投资者对盈利能力较乐观→更关心市盈率  市场持续下跌或经济基本面较差→投资者对盈利能力较悲观→更关心市净率（账面价值为市场价值的底线，为清算价值） | | | |  | |  |  |  |  |
|  |  | 市盈率→净利润（资本结构会产生影响）  EV/EBIT→EV（股东与债权人共同享有的价值）  →EBIT（向债权人和股权人分配前的利润）  →（与资本结构无关，剔除资本结构的影响） | | | | |  |  |  |  |
|  |  |  | | 相比EV/EBIT，EV/EBITDA更适用于重资产行业，原因  （1）剔除了公司间由于会计政策和估计不同导致的折旧、摊销水平不同的影响  （2）剔除了公司不同发展阶段导致的折旧、摊销水平不同的影响。举例，老钢厂相比新钢厂EBIT高 | | | |  |  |  |
|  | PE无法反映公司收益的增长前景对价值的影响，对于高成长型公司或可比公司的增长水平与目标公司差异很大时，使用PE不合适 |  | |  | |  | |  |  | PEG适用于高成长型公司，能够反映公司收益的增长前景对价值的影响 |
| 注意 | **净利润正常化**  调整非经常性损益，并调整对应的税或税盾 | **净资产正常化**  例如，公司收购采用合并法，导致账面净资产大幅下降  例如，公司近期资产重估 | |  | |  | |  |  |  |
| 优势 | （1）直观（2）易于计算、参数易得（3）能够反应公司其他特征，如成长性及风险性 |  | |  | |  | |  |  |  |
| 缺陷 | （1）被误用，可比公司不完全可比  （2）（预期）收益为负时无法使用  （3）NI受折旧、摊销等不同会计估计影响大  （4）使用短期收益做参数，无法直接比较不同长期增长前景的公司  （5）未正常化调整的市盈率会降低可比性  （6）无法反映公司运用财务杠杆的水平，当可比与目标公司资本结构差异大时，可能会导致错误结论。 | （1）以目前积累的净资产为基础，不能代表未来为股东带来回报的能力  （2）可比公司选择具有主观性  （3）不同公司账面净资产会计制度不同  （4）账面净资产无法反映公司运用财务杠杆水平，当可比公司与目标公司的资本结构存在较大差异可能导致错误的结论。 | |  | |  | |  |  |  |

# 二、相对估值法总结

## 可比指标选择

### （1）行业





|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 采用EV（考虑股东+债权人） | | | 采用MV，P（考虑股东） | |
| EV/EBITDA | 水泥、钢铁等重资产制造业 | EV/产能 | 房地产业 | MV/NAV（市值/净资产价值） |
| 电力行业 | EV/装机容量 | 保险业 | MV/Embodded Value（市值/内含价值） |
| 采矿业 | EV/矿产储量 | 银行业 | P/B |
| 石油、天然气等资源开采业 | EV/储量 |  |  |
| 电信运营业 | EV/Sub（用户数） |  |  |
|  | 连锁经营的零售业 | EV/营业面积，EV/门店数量 |  |  |
|  | 互联网行业 | EV/用户数、EV/点击量 |  |  |

### （2）发展阶段

利润表（从上而下）：收入、EBITDA、EBIT、净利润

成熟行业公司→靠下指标（净利润等）→因为靠下指标较为稳定

初创公司→靠上指标（收入等）→因为靠下指标波动性大，甚至目前为负

## 可比指标参考值选取

目标公司在可比公司中

中间水平→平均数、中位数

显著大于→给予一定溢价

显著小于，非上市公司→给予一定折价

一般情况→给价值区间[最小值，最大值]

其他估值方法

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 方法 | 账面价值法 | 清算价值法 | 重置成本法 |
| 计算目的 | 股权价值 |  |  |
| 指标 | 股权价值=净资产账面价值 | 清算价值（立即清算时能得到的回收价值  \*要考虑出售资产、偿还债务的清算费用 | 重置成本（当前市场环境下，重新建造一个相同规模和经营水平的公司所需要投入的成本） |
| 说明 |  | ⚪ 交易越不活跃的资产，越不容易变现→出售价格低于账面价值（如1.特殊用途的机械设备2.存货和应收账款）  ⚪ 交易活跃的资产→出售价格可能高于账面价值（优良低端的房地产） |  |
| 应用 | 1.我国资本市场不发达的历史阶段，目前越来越少使用2.集团内部的资产重组，国有企业改制重组 | 1.濒临破产或因其他原因无法继续经营的企业2.作为股权价值的底线，如果股权价值<该价值→理论上可通过收购该公司并立即进行清算，从而实现套利 | 1.适用于重置成本法的公司一般价值主要体现在可复制的资产上（例如生产线）2.作为企业价值底线的参考（因为长期经营的公司除了可短期内重置的资产外，还拥有无法短期复制的价值，如公司品牌、文化、经营管理效率、与上下游公司的良好商业关系及客户忠诚度）。若公司价值<重置成本→行业中的其他竞争者或潜在进入者在进行投资时，可考虑收购该公司替代自己重新建厂。 |
| 优点 | 操作简单、易于理解 | 考虑了部分资产在现时市场中出售时能得到的价值不等于账面价值的情况 |  |
| 缺点 | 向后看→低估 |  |  |

估值方法选择

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 选择原因 | | 相对估值法 | 绝对估值法 | 账面价值法、清算价值法或重置成本法 |
| 具体目的 | | 快速估计 | 挖掘价值真正来源及驱动因素 |  |
| 对行业平均估值水平较为认可 | 独立于市场波动 |  |
| 中短期交易 | 长期持有 | 停止目标公司的运营或改变其经营规则 |
| 具体行业 | 收入驱动型行业 | P/E倍数法、EV/EBITDA倍数法 | UFCF（企业价值） |  |
| 资源型行业（房地产、矿产开采） | EV/储量倍数法 | NAV |  |
| 资本监管严格的行业（如银行等） | P/B倍数法 | DDM |  |
| 信息掌握程度 | 目标公司的经营和财务数据较少时 | 几乎只能绝对估值 | 较难合理地绝对估值 |  |