

估值模型



刘冰

中金公司研究部

2015年8月

主体思路

提前思考

- 深刻理解主要驱动因素和核心商业模式

整理历史数据

- 财务报表的正常化、必要的局部重构

财务预测

- 关键假设设置、三张表和辅助表的搭建

指标分析与估值

- 从增长、盈利等角度跟之前对企业的定性预判是否一致
- 校验与估值

对历史数据的梳理

- 收入拆分和核心驱动因素的确定
 - 市场模型
 - 可跟踪
- 利润重构：区分持续性、经营性、非持续性、非经营性项目
 - 财务费用的调整
 - 资产减值损失、投资收益、公允价值变动损益、营业外收支、管理费用明细
 - 折旧、摊销、租赁
 - 留意税盾
- 挖掘企业的财务特点和业务亮点：比率分析并与同行做对比
- 考察潜在风险因素

财务预测的主要步骤



三张表之间的主要勾稽关系

经营活动	<ul style="list-style-type: none">■ 折旧摊销与长期资产相关联，投资收益与长期投资相关联■ 净利润与所有者权益、经营性现金流相关联
营运资金	<ul style="list-style-type: none">■ 主要项目的周转与主营业务收入/主营业务成本相关联■ 现金从现金流量表引用，利息收入进入损益表，是循环计算的一部分
资本支出	<ul style="list-style-type: none">■ 折旧摊销是营运现金流的主要调整项■ 资本开支是投资现金流的主要项目
资本结构	<ul style="list-style-type: none">■ 股权、债权融资的当年变化量进入现金流量表■ 分红错年反映在现金流量表中■ 利息费用进入损益表、是循环计算的一部分
现金流量表	<ul style="list-style-type: none">■ 间接法现金流量表全部来自损益表的当期数据和资产负债表的当年变化

常见问题和注意事项

损益表

- 收入和费用拆分：合并同类项、抓大放小、聚焦关键假设
- 市场模型是否有必要
- 区分经营性/非经营性、经常性/一次性
- 留意经营的拐点和反转

营运资本

- 从财务的角度去诠释、而不是数学
- 留意对经营性现金流的影响
- 留意行业差异、产业链上下游议价能力

资本开支和融资

- 转固和折旧的合理性
- 银行借款切勿囫圇吞枣，应按照时间期限和资金成本做必要的拆分，可转债等产品单独处理

关于估值－各有利弊、相互验证

估值方法	描述	特点
可比公司法	<ul style="list-style-type: none">■ 通过分析可比公司的交易和营运统计数据得到该公司在公开的资本市场的隐含价值■ 估值结果不包括控制权溢价■ 用可比公司的估值倍数和被估值企业的营运指标计算估值	<ul style="list-style-type: none">■ 可靠性依赖于其它公开交易公司的可比程度，包括行业、产品类别、收入规模、地理位置、收益率、发展阶段
历史交易法	<ul style="list-style-type: none">■ 在控制权发生变化的情况下提供市场化的估值基准■ 估值结果包括控制权溢价■ 用可比的历史并购交易中的估值指标和被估值企业的营运指标计算估值	<ul style="list-style-type: none">■ 可靠性依赖于历史交易的数量、可比程度以及对于某种资产在每个交易时刻的供求关系■ 市场周期和变动程度也会影响估值结果
现金流贴现法	<ul style="list-style-type: none">■ 理论上最完善的估值方法■ 预测未来5年或5年以上的经营现金流，并用恰当的贴现率（WACC）和终值计算方法计算这些现金流和终值的贴现值，以此计算企业价值和股权价值	<ul style="list-style-type: none">■ 主要依赖于对于被估值企业的现金流和发展速度的预测，以及对于资本成本和终值的假设

附录

循环计算示意图

