

信用管理系列教材

总主编 赵晓菊 柳永明



价值

公司分析与价值评估

© 陈力农 编著


Corporate Analysis and Valuation

 上海财经大学出版社

信用管理系列教材

公司分析与价值评估

陈力农 编著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司分析与价值评估/陈力农编著. —上海:上海财经大学出版社,
2008.3

(信用管理系列教材)

ISBN 978-7-5642-0181-4/F·0181

I. 公… II. 陈… III. 公司-价值-评估-教材 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 020010 号

- 组 稿 何苏湘
- 责任编辑 肖 蕾
- 封面设计 周卫民
- 投稿热线 hsx62@163.com
- 订购电话 021-65904705

GONGSI FENXI YU JIAZHI PINGGU
公司分析与价值评估

陈力农 编著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>
电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海叶大印务有限公司印刷装订

2008 年 3 月第 1 版 2008 年 3 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 10 印张(插页:6) 190 千字
印数:0 001—3 000 定价:21.00 元

信用管理系列教材

编委会



赵凤梧



(按照姓氏拼音排序)

陈力农 陈志国 戴国强

顾铭德 林钧跃 柳永明

欧志伟 任兴洲 汪 劲

吴晶妹 赵晓菊 朱荣恩

邹 平

总 序

市场经济是契约经济,是信用经济。没有信用,市场经济就无法运行。当今,中国的市场经济建设正面临着非常尴尬的局面,那就是出现了信用危机。在过去的计划经济体系中几乎不存在市场,也几乎不存在公开的市场信用关系,企业的生产、销售、资金来源等一系列重大问题的解决均出自国家的行政命令;而消费者个人的生活物资匮乏,无论是住房还是生活用品都要由政府统一调控,个人没有能力也不被鼓励进行贷款消费。政府制定的集中信用与银行的金融政策,将所有的信用关系都纳入计划的控制,信用资源由政府来分配,信用活动受行政命令的主导。可以说,在计划经济时期,无论是企业还是个人都不需要关心信用问题,这是我国市场主体信用意识薄弱的历史根源之一。

经过 20 多年的市场经济体制改革,我国社会经济在许多方面都取得了令世人瞩目的成就。然而,与成熟的市场经济相比,依然存在许多亟待解决的难题。金融机构不良资产不断累积、假冒伪劣产品充斥市场、企业虚假信息披露屡见不鲜等现象,都说明社会信用制度的不完善已经成为制约我国社会主义市场经济体制改革进一步深化的瓶颈。中共十六届三中全会在《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中,也把建立健全社会信用体系作为完善市场体系、规范市场秩序的重要手段和措施,提出“以道德为支撑、产权为基础、法律为保障的社会信用制度,是建设现代市场体系的必要条件,也是规范市场经济秩序的治本之策”。

实际上,自 1998 年起,我国政府就开始重视社会信用体系的建设,许多城市也先后进行了试点工作。但是,从总体上来说,我国社会信用体系的建设尚处在起步阶段,没有建立覆盖全国范围的企业信用信息和个人信用信息联合数据库,大部分信用信息都分散在各个政府职能部门、金融机构以及企业和个人手中,缺乏有效的手段和方式将这些信用信息采集和整合;信用管理中介服务行业的发展还处在初始阶段,所

提供的信用产品和服务的质量有待提高;信用管理的相关法律缺乏,信用信息的采集、加工、传播没有专门的法规加以规范;等等。虽然从认识上来说,我国政府当局、学术界以及商业界都对建立和完善社会信用体系的重要意义和紧迫性达成了空前的统一,但是在具体推行的过程当中,仍然困难重重。究其原因,最主要的还是信用管理相关人才的匮乏。具体表现是,政府行政管理部门没有足够的具备专业知识的监管人员;信用管理服务行业的员工缺乏专业训练,难以提供优质的服务;企业没有专门的部门和专人从事规范的信用管理和科学的信用风险控制。

也正因为如此,要完善社会信用制度,教育应该先行。2001年11月,上海财经大学经教育部批准成为我国首个开展信用管理常规教育的试点学校;随后,中国人民大学、吉林大学、首都经济贸易大学等高校都开始招收我国第一批信用管理专业的大学本科学生,专门培养信用管理领域的高级人才。虽然信用与信用制度的产生至少和人类经济活动一样古老,但直到20世纪60年代,美国才开始有组织地开展信用管理方面的研究和人才培养。究其根源,主要是因为现代市场经济已经过渡到信用经济的高级阶段,信用规模极度扩张,信用活动也已渗透到经济生活的各个领域,而且信用风险的累积足以对任何企业乃至一国经济造成毁灭性的打击。20世纪90年代以后,随着信用经济的进一步发展,西方各国更加重视和加强信用管理的学术研究和教育。现在,在社会各界的关心之下,我国的信用管理教育也开始起步。但是,与其他成熟学科相比,信用管理学科还显得过于年轻,许多历史的经验还有待于重新梳理,还需要对现实生活中的信用活动加以概括并总结其规律。

也正是出于以上这些原因,上海财经大学在设立信用管理专业不久,就计划出版一套《信用管理系列教材》,不仅希望全面而充分地展示近年来我国信用管理研究方面的最新进展,向学生们提供丰富实用的信用管理知识,搭建我国信用管理学科的新框架;而且要拓宽信用管理研究的视野和领域,运用规范的经济学和管理学的研究方法,将信用管理理论研究的丰富成果应用到教学实践当中,同时也将来自社会经济生活的成功示例和先进经验上升为理念、观点乃至学说,进而为社会实践活动提供必要的人力和智力支持。因此,编辑出版这套《信用管理系列教材》的目的,一方面是为了支持一批信用管理专家与学者总结其多年来在信用管理领域的实践与思考,更主要的也是其最终的目的,则是为了推广和普及信用管理学科的教学。

因此,在系列教材的选材当中,我们希望既能考虑基本知识的归纳和提炼,又能适当包括现代信用管理的理念与方法,从国际国内、政治经济、文化社会、古往今来的广阔视野,考察、思索信用经济的相关问题。大到信用经济的理论、原则与方法,小到企业与消费者的信用管理、资信调查与评估等,都是必须要涉猎的领域;此外,对信用风险的测量与管理,以及与信用管理学密切相关的价值评估、金融计量等方法,也是

本系列教材涉及的范围。

目前,《信用管理系列教材》的首批六部作品已经陆续面世了。这些教材包括《信用管理学概论》、《企业与消费者信用管理》、《资信评级》、《信用风险管理》、《企业价值评估》、《金融计量学》。还有一些专题,比如信用经济学、信用管理软件与应用、信用法律法规、信用衍生产品等教材或教辅也正在酝酿之中。应该承认,本系列教材的写作和出版是我国信用管理学界的一种尝试,也是一项知识创新工程,参与编写的有我国著名的信用管理学者、著名高校的信用管理学教授,以及从事信用管理服务的业界专家。尽管作者们日常的教学、研究和管理工作的繁忙,但他们在接受任务、撰写和完成所有著作时,都怀着极大的热情和乐于奉献的精神。在这里,我们首先要感谢这些信用管理学界和业界的专家学者们,正是他们对教育事业的无限热爱和热情支持,才使这套系列教材能够如期完成。其次,我们还要特别感谢上海财经大学出版社的领导和编辑,没有他们的真诚帮助和督促,这套系列教材如期顺利地出版几乎是不可能的。最后,我们还要感谢读者们,他们可能是信用管理领域的理论工作者,也可能是在学的信用管理专业的本科生和研究生,还可能是工作在信用管理实践活动第一线的从业人员,希望本系列教材能够伴随着他们的共同体验和快乐分享,为我国信用管理事业的蓬勃发展添砖加瓦。

当然,目前在我国,信用理论的研究是艰难的,信用管理工作给人的印象是繁杂而琐碎的。虽然系列教材编写委员会和作者们都尽了全力,但不足之处在所难免,我们诚恳期盼学界同仁、业界专家和广大读者的批评与指正。在我国社会从基本小康走向全面小康的20多年里,还会有层出不穷的信用问题涌现,需要解决,因而需要不断地观察、思考、研究。只有不断吸收新的观念与知识,我们的信用管理学科才能发展成长,中国特色的信用管理学科终将形成。

我们期待着。

兹忝为序。

赵晓菊 柳永明

2006年6月于上海

前 言

公司分析与价值评估在经济和金融领域中具有十分重要的作用。从某种意义上说,经济中几乎所有的经营管理决策都涉及到公司分析与价值评估。投资者需要进行公司分析与价值评估以作出买卖或持有股票的决策。对公司管理者而言,公司分析与价值评估在公司的兼并收购决策中起着关键作用;公司的首次股票发行也要求作精确的公司分析与价值评估,以便合理地为新股票定价。对银行信用分析人员来说,即使不需要对公司的价值作出明确的评估,但为了全面地掌握贷款所面临的风险,也需要进行公司分析,并至少是隐含地对信用风险的缓冲物——权益的价值作出评估。

公司分析与价值评估对于当前我国提倡“价值投资”和“价值管理”来说,显得尤其重要。我国长期以来似乎存在着两种不合理的现象:一是股票投资不重视股票的内在价值,只重视“资金进出”和“股价涨跌”,许多投资者信奉“搏傻”的投资理念。二是公司管理不讲求价值最大化,而是片面追求“利润增长”或“规模扩张”。价值投资是要求投资者支付的股票价格应符合股票的内在价值,而对股票内在价值的认识需建立在公司分析与价值评估的基础上。价值管理是要求公司管理者建立以价值为核心的管理理念和方法,努力实现公司价值最大化目标。而公司的管理者只有明白公司的价值取决于什么因素,以及这种价值如何评估,他们的行为才可能符合公司价值最大化的原则。公司分析与价值评估向公司管理者揭示了价值取决于哪些因素以及这种价值如何评估的基本框架。

尽管公司分析与价值评估在我国经济和金融管理中的重要性日益增长,但在我国,系统地介绍有关公司分析与价值评估方法的教科书还不多见。公司价值评估通常只是作为一个演示折现现金流量分析的实例纳入公司金融或财务管理的教科书当中,对于实际评估中常常用到的其他各种价值评估的方法以及实际评估中的具体操

作,在公司金融或财务管理的教科书中都难得见到。而国外许多专门介绍公司分析与价值评估的教科书或著作,或是因为篇幅太庞大,或是因为体系过于繁杂,或是因为内容不适合我国情况,都不能完全符合作为我国高校教材的要求。为此,我在参考和借鉴国外有关介绍公司分析与价值评估的教科书和著作的基础上编写了本书,目的就是满足我国关于公司分析与价值评估的教学和实践的需要。

本书共分八章。第一章是概述,第二章至第五章是公司分析,第六章至第八章是价值评估。具体内容如下:

第一章 概述,主要介绍公司分析与价值评估的一般框架和基本步骤。

第二章 经营战略分析,主要分析公司所处的行业和公司所处行业的竞争地位,从而对公司的盈利能力进行定性的分析。它可以使随后的会计分析、财务分析、业绩预测以及价值评估建立在公司实际情况的基础上。

第三章 会计分析,主要评估公司财务报表数据反映公司经营活动真实情况的程度,并消除任何会计歪曲。它可以提高下一步财务分析的可靠性。

第四章 财务分析,主要是利用消除了会计歪曲后的财务报表数据评估公司当前和过去的业绩及其可持续性。它有助于随后对公司作出合理的业绩预测。

第五章 业绩预测,主要是把从经营战略分析、会计分析和财务分析中得到的看法综合起来,从而对公司未来的经营业绩作出全面的、长远的和合理的预测。它是公司价值评估的基础。

第六章 基于现金流量的价值评估,主要介绍现金流量折现模型。

第七章 基于盈利的价值评估,主要介绍异常盈利折现模型和异常股东权益收益率折现模型。

第八章 基于价格倍数的价值评估,主要介绍基于“可比较”公司的价格倍数——例如,市盈率、价格与账面价值比率——的价值评估方法。

本书除了在理论上完整、系统地介绍了公司分析与价值评估的一般框架和所应遵循的基本步骤,还利用书后附录中安利公司的案例进行了各个步骤的实际演示,以便读者可以对公司分析与价值评估的整个过程获得一个感性认识。

本书可作为金融或其他财经专业的本科生和研究生学习公司分析与价值评估的教材,也可以作为证券投资分析人员、公司管理人员以及其他所有对公司分析与价值评估感兴趣的人员的学习参考书。

在学习这门课程之前,学生如果已经学习了会计学、财务报表分析、公司金融、证券投资学和企业管理等课程,将有助于加深对本课程有关内容的理解。但是,由于本书自成体系,因此,是否已学过这些相关的课程并非至关重要。

本课程是一门应用性的课程。因此,在教学过程中应注重让学生动手实践。教

师在讲授每章的正文内容以后,应安排学生以个人或小组为单位,运用该章介绍的概念和理论对指定的案例公司或学生选择的实际公司作相关的分析,以增加教学效果和学生的亲身实践经验。

在本书的编写和出版过程中,我得到许多人的帮助和支持。我要感谢马晓宇为本书的案例编写所做的资料收集、整理以及其他的基础性工作。我要特别感谢戴国强老师、赵晓菊老师、柳永明老师以及其他同事自始至终给予的支持和鼓励。我也非常感谢出版社的何苏湘老师和责任编辑肖蕾老师为本书的出版所付出的辛勤劳动。

本书中难免存在不当之处,敬请读者指正。

陈力农

2007年12月24日

目 录

总序	(1)
前言	(1)
第一章 概述	(1)
第一节 公司分析与价值评估的意义	(1)
一、成为价值投资者	(1)
二、成为价值管理者	(2)
第二节 利用财务报表进行公司分析与价值评估	(2)
一、财务报表概括了公司经营活动的成果	(2)
二、财务报表受会计制度的影响	(3)
第三节 公司分析与价值评估的基本步骤	(5)
一、经营战略分析	(6)
二、会计分析	(7)
三、财务分析	(7)
四、业绩预测	(7)
五、价值评估	(7)
本章小结	(8)
本章关键术语	(8)
本章思考练习题	(8)

第二章 经营战略分析	(9)
第一节 行业分析	(9)
一、行业实际和潜在的竞争程度.....	(10)
二、行业在投入品和产出品市场上的相对讨价还价能力.....	(13)
第二节 竞争策略分析	(15)
一、竞争策略的选择.....	(16)
二、竞争优势的取得和保持.....	(17)
本章小结	(18)
本章关键术语	(19)
本章思考练习题	(19)
第三章 会计分析	(20)
第一节 影响会计质量的因素	(20)
一、影响会计质量的制度性因素.....	(21)
二、会计数据歪曲和偏差的主要来源.....	(23)
第二节 会计分析的步骤	(26)
一、识别和评估主要的会计政策.....	(27)
二、评估会计灵活性.....	(27)
三、评估会计策略.....	(28)
四、评估信息披露质量.....	(28)
五、识别会计疑点.....	(30)
六、消除会计歪曲.....	(31)
本章小结	(33)
本章关键术语	(33)
本章思考练习题	(33)
第四章 财务分析	(35)
第一节 比率分析	(35)
一、公司盈利水平评估: 股东权益收益率分析	(36)
二、经营管理水平评估: 销售利润率分析	(39)
三、投资管理水平评估: 资产周转率分析	(41)
四、财务管理水平评估: 财务杠杆分析	(43)
五、综合评估: 可持续增长率分析	(46)

第二节 现金流量分析	(48)
一、现金流量表	(48)
二、现金流量分析主要考察的问题	(49)
三、现金流量分析模型	(50)
本章小结	(55)
本章关键术语	(56)
本章思考练习题	(56)
第五章 业绩预测	(57)
第一节 预测的方法	(57)
一、全面预测法	(58)
二、预测的出发点	(58)
第二节 预测的步骤	(61)
一、销售收入的预测	(61)
二、费用和盈利的预测	(61)
三、资产负债表项目的预测	(62)
四、现金流量的预测	(63)
第三节 敏感性分析和季度预测	(65)
一、敏感性分析	(65)
二、季度预测	(66)
本章小结	(67)
本章关键术语	(67)
本章思考练习题	(67)
第六章 基于现金流量的价值评估	(69)
第一节 自由现金流量预测	(70)
一、自由现金流量	(70)
二、某一特定时期自由现金流量的具体预测	(71)
第二节 “终值”预测	(72)
一、竞争均衡假设	(72)
二、假设终年以后没有销售收入增长时的“终值”	(75)
三、假设终年以后销售收入增长时的“终值”	(77)
四、“终年”的选择	(79)

第三节	预期自由现金流量折现	(80)
一、	计算折现率.....	(80)
二、	计算折现额.....	(84)
第四节	计算权益的价值	(85)
一、	扣除债务的市场价值.....	(85)
二、	调整非经营性资产.....	(85)
三、	调整特殊负债.....	(85)
本章小结	.....	(87)
本章关键术语	.....	(87)
本章思考练习题	.....	(87)
第七章	基于盈利的价值评估	(89)
第一节	基于盈利的价值评估方法概述	(89)
一、	异常盈利折现(discounted abnormal earnings)模型	(90)
二、	异常股东权益收益率折现(discounted abnormal ROE)模型	(90)
三、	异常盈利折现模型和异常股东权益收益率折现模型的简化形式.....	(91)
四、	会计方法对基于盈利的价值评估的影响.....	(93)
第二节	基于盈利的价值评估方法的步骤	(96)
一、	经营战略分析.....	(98)
二、	会计分析.....	(99)
三、	预测盈利或股东权益收益率.....	(99)
四、	预测权益账面价值增长率	(100)
五、	预测终年以后的盈利或股东权益收益率和权益账面价值	(100)
六、	估计权益成本	(101)
七、	估计和折现异常盈利或异常股东权益收益率	(101)
第三节	基于盈利的价值评估方法和基于现金流量的价值评估方法 的比较.....	(102)
一、	两种方法侧重的问题不同	(102)
二、	两种方法要求的结构不同	(103)
三、	两种方法的终值含义不同	(103)
本章小结	.....	(104)
本章关键术语	.....	(105)
本章思考练习题	.....	(105)

第八章 基于价格倍数的价值评估	(107)
第一节 可比较公司的选择	(108)
一、选择可比较公司的困难	(108)
二、解决问题的方法	(108)
第二节 可比较公司价格倍数的计算	(108)
一、使用预测的业绩计算价格倍数	(108)
二、消除临时性因素对价格倍数的影响	(109)
三、保持价格倍数分子与分母的一致性	(109)
第三节 可比较公司价格倍数的分析与应用	(109)
一、可比较公司价格倍数的分析	(109)
二、可比较公司价格倍数的应用	(111)
第四节 基于公式计算的价格倍数	(112)
一、基于股利增长模型计算的价格倍数	(112)
二、基于股利增长模型计算的价格倍数的缺陷	(112)
第五节 基于详细预测的价值评估方法与基于价格倍数的价值评估方法的比较	(113)
一、基于详细预测的价值评估方法的利弊	(113)
二、基于价格倍数的价值评估方法的利弊	(113)
本章小结	(113)
本章关键术语	(114)
本章思考练习题	(114)
附录一 案例:安利公司	(116)
附录二 公司分析与价值评估示例:2005年12月安利公司	(126)
附录三 价值评估的 Excel 模型:2005年12月安利公司的价值评估	(138)
参考文献	(139)

□ 第一章

»» 概述

本章要点

通过本章的学习,应该了解和掌握以下要点:

- 公司分析与价值评估的意义。
- 财务报表在公司分析与价值评估中的作用。
- 影响财务报表数据质量的会计制度因素。
- 公司分析与价值评估的基本步骤。

第一节 公司分析与价值评估的意义

认识价值是一切经济活动的依据和前提。公司分析与价值评估对于投资者、公司管理者而言是至关重要的。

一、成为价值投资者

对于投资者而言,他们每天都必须作出买卖或持有股票的决策。其决策的成功与否直接取决于是否能够准确地评估公司的潜在价值。

不少投资者信奉“搏傻”的投资理论。他们认为,只要还存在愿意出更高的价格购买股票的“更蠢的傻子”,股票的价格就与其价值无关。当然,这可能是投资者获得某些利润的基础,但这种投资理念是很危险的,因为人们根本无法保证在需要出售股票的时候一定存在这种“更蠢的傻子”。

所谓价值投资是指投资者支付的股票价格不超过股票的价值。虽然这个道理显而易见,但总是有一些投资者认为股票的价值存在于投资者的眼中,只要有其他的投

投资者愿意为股票支付当前的价格,那么这个价格就是合理的。这显然是不正确的。如果投资者购买的资产是一幅字、一张画或者一件其他的艺术品时,价格可能完全取决于购买者的主观判断,但是投资者不可能(也不应该)出于审美或感情的原因而投资于股票。投资者购买股票是为了从拥有股票中获得预期的现金流量。因此,投资者为股票支付的价格应能够反映它预期未来产生的现金流量的现值,对股票价值的认识应建立在深入细致的公司分析与价值评估的基础上。

二、成为价值管理者

正如公司财务理论所说的那样,公司的目标是公司价值最大化。公司的股东会监督公司的管理者肩负起使公司价值最大化的职责。公司的管理者必须建立一种以价值为核心的管理理念和方法,成为一位价值管理者。这又引出了一个前提条件,除非公司的管理者明白公司的价值取决于什么因素,以及这种价值如何评估,否则,就不能指望他们的行为符合公司价值最大化的原则。

在某种程度上,几乎所有的经营管理决策都涉及到公司分析与价值评估。在公司的兼并收购活动中公司分析与价值评估起着关键作用。在收购前,收购公司首先要估计目标公司的合理价格,同样,在接受或者放弃某个出价之前,目标公司也要对自己的公司有一个合理的估价。公司的首次股票发行也要求作精确的公司分析与价值评估,以便合理地为新股票定价。如果股票定价过高,会造成上市失败;如果股票定价过低,就会损害公司的价值。另外,公司的资本预算涉及考察某一个特定项目将如何影响公司价值。而公司战略规划则涉及考察公司价值将如何受一系列更大规模的行动的影响。

当然,事实上公司的管理者可以求助于专业的评估机构或者投资银行来做相关的公司分析与价值评估,但是,这种对外界咨询服务的依赖总是有一定限度的。公司的管理者必须对公司分析与价值评估的原则有充分的了解,才能有效地选择和评价专业评估机构或者投资银行的评估结果。

第二节 利用财务报表进行公司分析与价值评估

一、财务报表概括了公司经营活动的成果

公司的管理者通过获取各种资源、组织经营活动为公司的投资者创造价值。当公司获得的投资收益率超过其资金成本时,公司就创造了价值。为了实现这个目标,公司的管理者制定经营战略。