

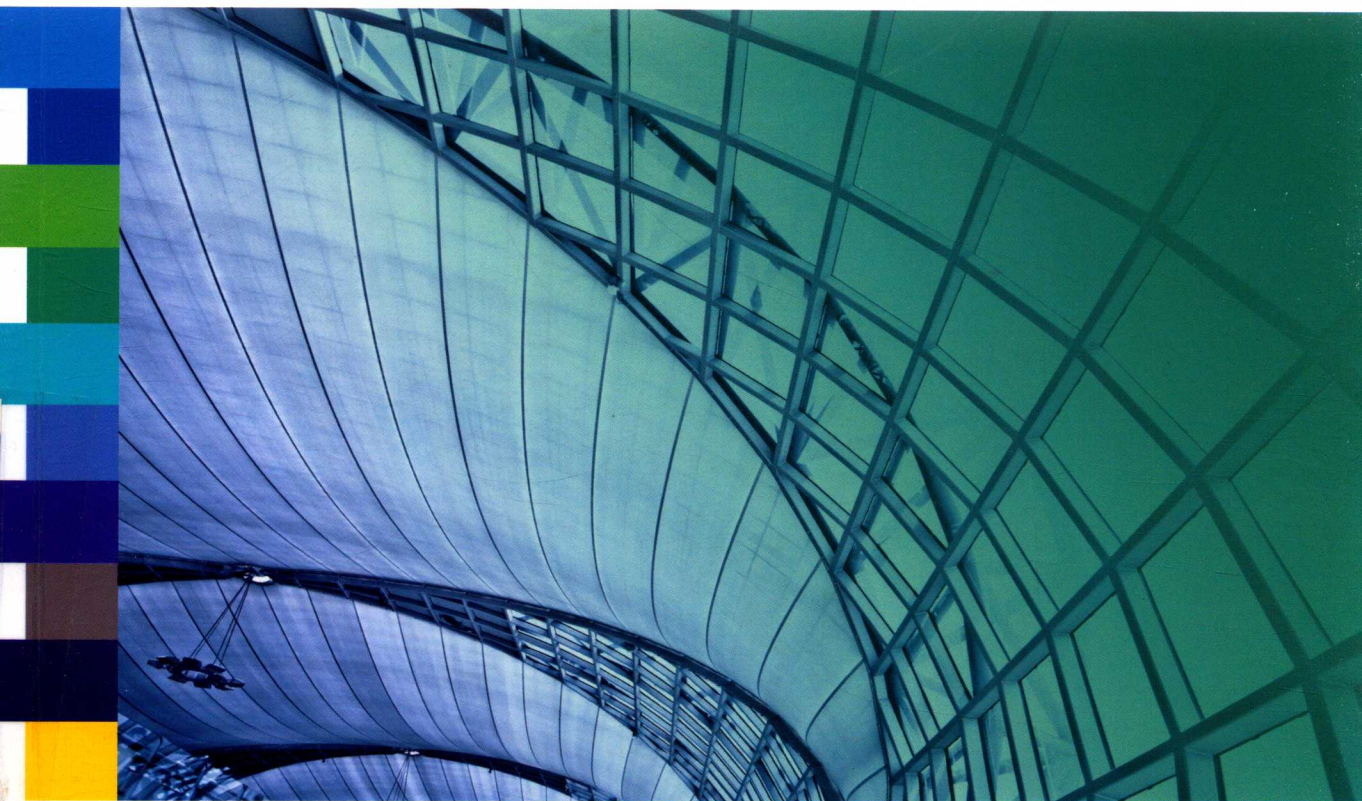
| 原书第3版 |

股权估值

原理、方法与案例

Equity Asset Valuation (3rd Edition)

[美] 杰拉尔德 E. 平托 伊莱恩·亨利 托马斯 R. 罗宾逊 约翰 D. 斯托 著 刘醒云 译
(Jerald E. Pinto) (Elaine Henry) (Thomas R. Robinson) (John D. Stowe)





CFA Institute

CFA协会投资系列

股权估值

原理、方法与案例

| 原书第3版 |

Equity Asset Valuation (3rd Edition)

[美] 杰拉尔德 E. 平托 伊莱恩·亨利 托马斯 R. 罗宾逊 约翰 D. 斯托 著 刘醒云 译
(Jerald E. Pinto) (Elaine Henry) (Thomas R. Robinson) (John D. Stowe)



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

股权估值：原理、方法与案例 (原书第 3 版) / (美) 杰拉尔德 E. 平托 (Jerald E. Pinto) 等著；刘醒云译. —北京：机械工业出版社，2018.3

(CFA 协会投资系列)

书名原文：Equity Asset Valuation

ISBN 978-7-111-59270-9

I. 股… II. ①杰… ②刘… III. 股权管理—研究 IV. F271.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 040532 号

本书版权登记号：图字 01-2018-0550

Jerald E. Pinto, Elaine Henry, Thomas R. Robinson, John D. Stowe. Equity Asset Valuation, 3rd Edition.

ISBN 978-1-119-10426-1

Copyright © 2004, 2007, 2015 by CFA Institute. All rights reserved.

This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. Simplified Chinese translation copyright © 2018 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher. Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。

未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

股权估值：原理、方法与案例 (原书第 3 版)

出版发行：机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037)

责任编辑：刘新艳

责任校对：殷虹

印刷：中国电影出版社印刷厂

版次：2018 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

开本：185mm × 260mm 1/16

印张：31.25

书号：ISBN 978-7-111-59270-9

定价：99.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261 88361066

投稿热线：(010) 88379007

购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

顾问委员会

(按姓氏拼音排序)

- 陈信华 上海大学经济学院金融系主任 教授
- 韩复龄 中央财经大学金融学院应用金融系主任 教授
- 劳兰珺 复旦大学管理学院财务金融系 教授
- 李翔 上海大学经济学院金融系 博士, CFA
- 李冬昕 南京大学金融工程助理教授 上海证券交易所博士后研究员
- 李曙光 中国人民银行金融信息化研究所副所长
- 刘醒云 熉一资产管理公司 股票研究总监 中山大学岭南学院 客座讲师, 博士, CFA
- 陆军 中山大学岭南学院副院长 教授
- 潘席龙 西南财经大学中国金融研究中心 副教授
- 汤震宇 复旦大学管理学院 会计学博士, CFA, FRM, CAIA, CTP, CMA
- 汪昌云 中国人民大学财政金融学院金融系主任 教授
- 王晋忠 西南财经大学金融创新与产品设计研究所所长
西南财经大学金融工程系主任 教授
- 吴冲锋 上海交通大学安泰经济与管理学院副院长 教授
- 叶永刚 武汉大学经济与管理学院副院长 教授
- 翟立宏 西南财经大学信托与理财研究所所长 教授
- 张德成 上海大学经济学院金融系 博士
- 郑磊 招银国际投资理事
- 郑振龙 厦门大学研究生院副院长 教授
- 朱武祥 清华大学经济管理学院 教授

译者序

学习估值理论和方法的参考书可能有很多，选择一本适合自己的可以达到事半功倍的效果。首先，CFA 协会组织编写的《股权估值》自然是特别适合打算或者已经加入 CFA 项目的读者。在学习英文考试资料的基础上阅读中译本，既可以巩固知识，也可以检查原来的英文理解是否有偏差。其次，本书全面介绍了股权估值体系，读者通过学习可以打下稳固的基础，不但能知道分析师使用某种估值方法的理论依据，还可以理解估值方法之间的联系、各种估值方法的局限性等。再次，本书使用了众多国家上市公司的例子，在行业分析中具有全球化视角，因此适合具有国际视野的读者。最后，本书（第 3 版）在第 2 版的基础上增加了第 3 章和第 4 章——行业与公司分析的相关内容，这不但是股权估值模型和估值参数选择的基础，更可以说是决定投资成败的关键步骤。

估值是一项既复杂又简单的工作。其复杂性比较容易理解，估值模型有大量的数据和计算，估值需要结合客观的历史数据分析和主观的预测判断，估计值随着时间推移会不断改变，估值的质量取决于估计者的经验、立场和努力……而估值简单的原因是，估值的重点在于估计而不是计算，在方法合理、模型设置正确的前提下，估值结果可能只取决于少数几个核心因素的估计，而且不存在唯一正确答案。希望读者在学习本书的过程中既能“深入”地洞察整个估值体系，也能“浅出”地活学活用理论模型。

本译稿得以顺利付梓，译者首先要感谢父母一直以来的支持和帮助，还要感谢中山大学岭南学院诸美艳的全程协助（特别是第 4 章的翻译）。感谢杨熙越编辑的信任、鼓励和专业的帮助。感谢中山大学岭南学院连玉君教授给予的帮忙。

真诚希望本书能为更多的国内读者提供专业的参考。当然，由于译者水平有限，译作可能存在不妥之处，恳请广大读者批评指正。

不管证券分析的目的是什么，如果没有对目标资产的估值就是不完整的。因此，研究一个企业的经济和财务状况都只是为估值做准备而已。

当我在 1952 年开始从事投资业务时，我接到分析和评估十几个普通股的任务。我的商学院学习经历为我分析一个企业的经济和财务状况打下了基础，但它教授的估值技术要点不足。

在那时候，估值思维仍然受到大萧条的影响。今天听起来可能会很可笑，当时我们试图估计在 GDP 衰退 10% ~ 15% 的时候公司的盈利可能是多少，然后用乘数乘上这些被压低的收益，结果就是我们所说的“合理价值”。当然，这样的价值在随后几年的牛市中没有发生。

证券分析艺术从那时起有了显著的发展。令我着迷的是估值技术发展的方式和原因，在我看来，主要原因在于美国和世界经济对大幅下滑的修复能力显著增强。今天，对经济敏感的企业，估值倾向于使用正常化方法，而不是试图估计周期的高峰和低谷。

本书探讨的估值方法可以应用于不同类型的投资者、不同的市场环境和不同类型的交易。在阅读华尔街研究报告或收看金融电视节目时，很少看到精心设计的估值。通常估值过程就是估计的收益增长率结合收益乘数。本书很好地回顾了用于评估股权资产的基本面因素和方法。

没有哪一种估值技术适合所有类型交易中的所有投资者，本书充分认识到这一点。无论你的财务知识熟练程度如何，都可以从阅读本书中获益。

小保罗·米勒 (Paul F. Miller, Jr.), CFA

前 言

我们很高兴为你带来第3版《股权估值》。我们相信本书对于任何参与股票价值估算和理解证券定价的人来说，都是一个特别重要的资源。

本书的内容是由一组杰出的学者和从业者在CFA协会的指导下合作写出的，这些作者都是行业公认的专家。本书是专门为投资从业者编写的，并且加入了例子和实践问题，以强化学习成果和展示其在现实世界的适用性。

本书内容遵循CFA项目课程大纲，该课程大纲接受了严格的审查以确保它：

- 忠实于我们当前行业实践分析的结果。
- 对会员、雇主和投资者有价值。
- 与全球相关。
- 本质上是通用的（而不是专用的）。
- 提供充分的例子和练习机会。
- 适合教学。

我们希望你能觉得本书和“CFA协会投资系列”中的其他书籍有助于你增加投资知识，无论你是新入门者还是努力在不断变化的市场环境中与时俱进的资深人士。作为长期致力于投资行业的参与者和非营利性的全球会员组织，CFA协会很高兴为你提供这个机会。

CFA 项目

如果你对本书的课题感兴趣而你还不是CFA特许证持有人，我们希望 you 考虑注册CFA项目，开始向获取CFA称号努力。CFA称号是全球认可的衡量投资专业人员能力和正直品质的卓越标准。要获得CFA特许证，候选人必须成功完成CFA项

目，这是一个全球研究生水平的自学课程，它结合了广泛的课程体系和专业行为要求，为投资专业人士的职业做准备。

凭借着基于实践的课程，CFA项目的知识体系反映了专业人员认为在投资决策过程中重要的知识、技术和能力。这一知识体系通过定期广泛地对全球范围的CFA特许证持有人进行实践活动调查来保持相关性。课程涵盖10个大的专题领域，从股权和固定收益分析到投资组合管理，再到公司财务，所有这些领域都重视道德操守在专业实践中的应用。CFA项目课程以其知识强度和宽度著称，它突出了每个市场共同的原则，使获得CFA称号的专业人士具有全球投资眼光，对全球市场有深刻的理解。

CFA 协会

CFA协会是全球投资专业人士最主要的协会，在151个国家和地区拥有超过13万名会员。自1963年以来，该组织开发并管理着著名的特许金融分析师项目。CFA协会拥有引领投资行业的丰富历史，为全球投资界树立了道德、教育和专业的卓越标准，是投资行业行为和实践的权威机构。“CFA协会投资系列”的每本书都面向行业从业者以及研究生级别的金融学生，涵盖了行业中最重要课题。这些前沿书籍的作者都是行业中的专业人士和学者，他们将自身丰富的知识和专长倾注于该系列丛书中。

致 谢

我们要感谢这些杰出的从业人员在各自专业领域方面的写作丰富了本书的内容：

马修 L. 科菲娜 (Matthew L. Coffina), CFA

帕特里克 W. 多尔西 (Patrick W. Dorsey), CFA

安东尼 M. 菲奥里 (Anthony M. Fiore), CFA

伊恩·罗萨·奥莱利 (Ian Rossa O'Reilly), CFA

雷蒙德 D. 拉瑟 (Raymond D. Rather), CFA

安东尼厄斯 J. 范奥简 (Antonius J. van Ooijen), CFA

我们要感谢斯蒂芬 E. 威尔科克斯 (Stephen E. Wilcox, CFA), 他更新了本书 (除了三章) 各章的案例。他的贡献对更新本书的第 3 版很重要。

温迪 L. 皮里 (Wendy L. Pirie, CFA) 和格雷戈里·西格尔 (Gregory Siegel, CFA) 帮助审核文本的准确性。玛格丽特·希尔 (Margaret Hill)、旺达·罗慈尔 (Wanda Lauziere)、朱莉娅·麦克森 (Julia Mackesson) 和 CFA 协会的产品团队在出版的各个阶段提供了必要的支持。罗伯特 E. 拉米 (Robert E. Lamy, CFA) 和克里斯多夫 B. 威斯 (Christopher B. Wiese, CFA) 鼓励和监督了第 3 版的出版。

最后, 我们很荣幸小保罗·米勒 (CFA) 同意为本书写序。

关于“CFA 协会投资系列”

CFA 协会十分高兴为你提供这套涵盖了投资领域主要方面的“CFA 协会投资系列”丛书。我们提供这套一流的丛书与我们在 50 多年的时间里授予投资专业人士特许证的原因是一样的：通过设定道德、教育和专业的卓越标准领导全球范围的投资行业。

“CFA 协会投资系列”丛书包含了实用和与全球相关的材料。它们既适用于考虑进入竞争极为激烈的投资管理领域的人士，也适用于那些希望保持知识新鲜度和获取最新知识的读者。这个系列是为了用户方便性和高度相关性而设计的。

无论你是一个刚刚入行的新手，还是为了满足道德规范要求而在不断变化的市场环境中更新知识的资深老手，我们都希望你能觉得这一系列有助于你增加投资知识。作为一个长期坚定服务于专业投资者的非营利性全球会员组织，CFA 协会很高兴为你提供这个机会。

丛书

《公司金融：实用方法》(*Corporate Finance: A Practical Approach*) 对于力图实现持久业务增长的人来说是一个坚实的基础。在当今竞争激烈的商业环境中，企业必须找到创新的方式来实现快速和可持续的增长。本书为读者提供了用于做出明智业务决策和制定最大化公司价值策略所需的基础知识和工具，涵盖了从利益相关者关系管理到评估并购投标和出价公司的内容。通过使用大量现实世界的例子，读者将可以获得解读公司财务数据、评估项目和为增加企业价值分配资金的批判性视角。读者将深入了解现代企业中使用的财务管理工具和策略。

《固定收益证券分析》(*Fixed Income Analysis*) 近年来一直是前沿概念, 这本书为非固定收益专家的资深专业人士提供了一些最新的材料。期权和衍生技术的应用促使一度沉闷的固定收益领域产生了思想上的爆炸式增长。这不仅挑战专业人士, 迫使他们学习以跟上信用衍生工具、互换期权、抵押按揭贷款、抵押贷款证券和其他工具的发展速度, 同时也测试了中央银行进行充分监管的能力。在透彻地掌握这些新产品后, 专业投资者可以更好地预测和理解中央银行与市场面临的挑战。

《国际财务报表分析》(*International Financial Statement Analysis*) 是为响应投资专业人士和学生日益增加的全球视角财务报表分析需求而设计的。该书是以实用性为主的财务报表分析, 其特点包括真实的国际化、陈述结构合理以及在介绍概念时运用大量事例和工具。作者全面地介绍了这一学科, 并兼顾各个层次的读者, 帮助他们在复杂的财务报表分析中获得成功。

《投资学》(*Investments: Principles of Portfolio and Equity Analysis*) 提供了一个易读而又严谨的投资组合和股权分析介绍, 在全球范围最新证券市场、交易、市场相关概念和产品的背景下介绍了投资组合策划和投资组合管理, 详细解释并大量说明了股权分析与估值的要点。这本书涵盖了对从业者重要但经常被忽视的话题, 如行业分析。在整本书中, 重点是关键概念在新兴和发达市场例子中的实际应用。这本书的每章都为读者提供了许多有助于理解主题的自我检查机会。

马金和塔特尔的《投资组合管理: 动态过程》(*Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process*) 是投资管理行业多年来最著名的书籍之一。

第3版在1990年的第2版的基础上更新了关键概念。许多协会内的资深会员已经有了前两版, 但他们还会收藏第3版。这本讲座式的著作不仅吸收了其他文献中的概念, 将其置于投资组合这一主题之下, 同时还更新了另类投资、业绩报告标准、组合操作和非常重要的个人投资者资产组合管理等概念。将注意力从机构投资者转向个人投资者使第3版成为一本应时的重要著作。

《定量投资分析》(*Quantitative Investment Analysis*) 着眼于当今专业投资者必需的一些核心工具。该书不仅包含了经典的货币时间价值理论、现金流折现应用和概率论等内容, 还包含了超越传统思维的非常有价值的两个方面。

哈罗德·埃文斯基的《新财富管理》(*The New Wealth Management: The Financial Advisor's Guide to Managing and Investing Client Assets*) 是财富管理经理主要参考指南的更新版本。哈罗德·埃文斯基、斯蒂芬·霍伦和托马斯·罗宾逊更新了1997年第1版的核心内容, 并添加了大量新材料, 以充分反映今天的投资挑战。该书权威性地全面覆盖了财富管理的各部分, 是财务顾问的综合指引。和第1版一样, 这本书专业地融合了投资理论和现实世界的应用, 写得既深入又十分易读。首先, 本书包含了处理相关性和回归的章节, 这些最终形成用于测

试的假设。这一点触及许多专业人士觉得具有挑战性的关键技能：从海量的可得数据中区分出有用信息的能力。其次，最后一章“定量投资分析”覆盖了投资组合概念，带领读者超越传统的资本资产定价模型（CAPM）这类工具，进入多因素模型和套利定价理论这个更实际的世界。

“CFA 协会投资系列”的所有图书均可通过所有主要书商获得，而且每本书都可以在 Wiley Custom Select 平台上找到，网址为 <http://customselect.wiley.com/>，可以混合和匹配任何一本书的章节以创建用于教学的定制课本。

目 录

顾问委员会

译者序

推荐序

前言

致谢

关于“CFA 协会投资系列”

第 1 章 股权估值：应用与过程 / 1

- 1.1 引言 1
- 1.2 价值的定义与估值的应用 2
 - 1.2.1 什么是价值 2
 - 1.2.2 股权估值的应用 5
- 1.3 估值的过程 7
 - 1.3.1 了解公司业务 8
 - 1.3.2 预测公司的业绩 17
 - 1.3.3 选择合适的估值模型 18
 - 1.3.4 将预测转化为估值 25
 - 1.3.5 估值结论的使用：分析师的角色和责任 25
- 1.4 报告估值结果 28
 - 1.4.1 研究报告的内容 28
 - 1.4.2 研究报告的格式 30

- 1.4.3 研究报告的责任 31
- 1.5 小结 32

第 2 章 回报率的概念 / 34

- 2.1 引言 34
- 2.2 回报率 35
 - 2.2.1 持有期回报率 35
 - 2.2.2 实现的和预期的（持有期）回报率 36
 - 2.2.3 要求回报率 36
 - 2.2.4 利用估算的内在价值估计预期回报率 38
 - 2.2.5 折现率 40
 - 2.2.6 内部回报率 40
- 2.3 股权风险溢价 41
 - 2.3.1 历史估计法 42
 - 2.3.2 前瞻估计法 51
- 2.4 股权要求回报率 54
 - 2.4.1 资本资产定价模型 54
 - 2.4.2 多因素模型 61
 - 2.4.3 股权要求回报率的加成本估计 68
 - 2.4.4 股权要求回报率：国际问题 72

2.5 加权平均资本成本	73	4.2.4 利润表建模：其他项目	150
2.6 关于现金流的折现率选择	74	4.2.5 资产负债表和现金流量表 建模	150
2.7 小结	75	4.2.6 情景分析和敏感性分析	153
第3章 行业与公司分析的介绍 / 77			
3.1 引言	78	4.3 竞争因素对价格和成本的影响	154
3.2 行业分析的应用	78	4.4 通货膨胀与通货紧缩	161
3.3 发现相似公司的方法	79	4.4.1 考虑通货膨胀与通货紧缩 的销售收入预测	162
3.3.1 提供的产品或服务	79	4.4.2 考虑通货膨胀和通货紧缩 的成本预测	166
3.3.2 经济周期敏感度	80	4.5 技术发展	169
3.3.3 统计上的相似性	81	4.6 长期预测	177
3.4 行业分类体系	82	案例研究：估计正常化收入	178
3.4.1 商用的行业分类体系	82	4.7 建立公司模型	183
3.4.2 政府的行业分类体系	86	4.7.1 行业概况	183
3.4.3 现有体系的优势和劣势	87	4.7.2 公司简介	184
3.4.4 构建同行组	88	4.7.3 构建预测利润表	185
3.5 描述和分析一个行业	92	4.7.4 构建预测现金流量表和资产 负债表	190
3.5.1 战略分析的原则	94	4.7.5 估值输入值	194
3.5.2 影响行业增长、盈利性 和风险的外部因素	112	4.8 小结	195
3.6 公司分析	118	第5章 股利折现估值 / 196	
3.6.1 公司分析应该涵盖的 要素	119	5.1 引言	197
3.6.2 电子表格建模	122	5.2 现值模型	197
3.7 小结	122	5.2.1 以未来现金流的现值为 基础的估值	198
第4章 行业与公司分析 / 127			
4.1 引言	127	5.2.2 各种预期现金流	199
4.2 财务建模：概述	128	5.3 股利折现模型	206
4.2.1 利润表模型：收入	128	5.3.1 单个持有期的公式	206
4.2.2 利润表建模：经营成本	134	5.3.2 多个持有期的公式	207
4.2.3 利润表建模：非经营 成本	145	5.4 戈登增长模型	209

5.4.1	戈登增长模型公式	209	6.3	预测自由现金流	256
5.4.2	股利增长、盈利增长和 价值增长在戈登增长 模型中的联系	217	6.3.1	从净利润开始计算 FCFF	256
5.4.3	股票回购	217	6.3.2	用现金流量表计算 FCFF	260
5.4.4	隐含的股利增长率	218	6.3.3	非现金费用	261
5.4.5	增长机会的现值	219	6.3.4	从 FCFF 计算 FCFE	267
5.4.6	戈登增长模型和市盈率	221	6.3.5	从 EBIT 或 EBITDA 计算 FCFF 和 FCFE	272
5.4.7	用戈登增长模型估计要求 回报率	223	6.3.6	以自由现金流的使用为 基础计算 FCFF 和 FCFE	274
5.4.8	总结	224	6.3.7	预测 FCFF 和 FCFE	276
5.5	多阶段股利折现模型	224	6.3.8	自由现金流分析的其他 问题	281
5.5.1	两阶段股利折现模型	225	6.4	自由现金流模型的各种变化 形式	287
5.5.2	对不分配股利的公司估值	229	6.4.1	单阶段模型的国际应用	287
5.5.3	H - 模型	229	6.4.2	FCFF 和 FCFE 估值的 敏感性分析	288
5.5.4	三阶段股利折现模型	232	6.4.3	两阶段自由现金流模型	290
5.5.5	(一般的) 电子表格建模	236	6.4.4	三阶段增长模型	297
5.5.6	用任意的股利折现模型 估计要求回报率	237	6.5	非经营性资产和公司价值	298
5.5.7	多阶段 DDM: 总结	239	6.6	小结	299
5.6	增长率的财务决定因素	239			
5.6.1	可持续增长率	240			
5.6.2	股利增长率、利润留存率 和股权收益率分析	241			
5.6.3	财务模型与股利	245			
5.7	小结	246			
第 6 章 自由现金流估值 / 250			第 7 章 市场法估值: 价格乘数 和企业价值乘数 / 302		
6.1	自由现金流简介	250	7.1	引言	303
6.2	FCFF 和 FCFE 估值方法	251	7.2	估值中的价格乘数和企业价值 乘数	304
6.2.1	定义自由现金流	252	7.2.1	可比法	304
6.2.2	自由现金流的现值	253	7.2.2	基本面预测法	305
6.2.3	单阶段(稳定增长) FCFF 和 FCFE 模型	254	7.3	价格乘数	307
			7.3.1	市盈率	307
			7.3.2	市净率	338
			7.3.3	市销率	347
			7.3.4	市现率	354

7.3.5 股价比股利与股利 收益率	359	8.5 会计问题和国际问题	411
7.4 企业价值乘数	362	8.5.1 违反干净盈余关系	412
7.4.1 企业价值比 EBITDA	362	8.5.2 对公允价值的资产负债表 调整	420
7.4.2 其他企业价值乘数	368	8.5.3 无形资产	420
7.4.3 企业价值比销售收入	369	8.5.4 非经常性项目	423
7.4.4 可比法分析中的价格乘数 和企业价值乘数：一些 数据说明	369	8.5.5 其他激进的会计处理	424
7.5 使用乘数的国际注意事项	371	8.5.6 国际应用的考虑	424
7.6 动量估值指标	372	8.6 小结	425
7.7 估值指标：实际问题	378	第 9 章 非上市公司估值 / 428	
7.7.1 计算乘数平均值：调和 平均值	378	9.1 引言	428
7.7.2 使用多个乘数估值指标	380	9.2 非上市公司估值的范围	429
7.8 小结	384	9.2.1 非上市和上市公司估值： 相似和对比	429
第 8 章 剩余收益估值 / 388		9.2.2 进行估值的原因	431
8.1 引言	389	9.3 价值的定义（标准）	433
8.2 剩余收益	389	9.4 非上市公司估值方法	435
8.2.1 股权估值中的剩余收益	391	9.4.1 收益正常化和现金流估计 问题	436
8.2.2 商业应用	392	9.4.2 非上市公司估值的收益法	442
8.3 剩余收益模型	394	9.4.3 非上市公司估值的市场法	450
8.3.1 一般剩余收益模型	397	9.4.4 非上市公司估值的资产 基础法	457
8.3.2 剩余收益的基本面决定因素	401	9.4.5 估值折扣和溢价	459
8.3.3 单阶段剩余收益估值	402	9.4.6 企业估值准则和实践	464
8.3.4 多阶段剩余收益估值	403	9.5 小结	465
8.4 剩余收益估值法与其他方法 的关系	407	术语表 / 468	
8.4.1 剩余收益模型的优点和 弱点	410	关于作者和编者 / 481	
8.4.2 使用剩余收益模型的基本 指引	410	参考文献[⊖]	
		练习题[⊖]	

⊖⊖ 请参见华章网站 www.hzbook.com。



股权估值：应用与过程

杰拉尔德 E. 平托, PhD, CFA

伊莱恩·亨利, PhD, CFA

托马斯 R. 罗宾逊, PhD, CFA

约翰 D. 斯托, PhD, CFA

学习目标

通过本章，你将可以：

- 定义价值和内在价值，解释定价错误的原因。
- 解释持续经营假设，对比持续经营价值和清算价值两个概念。
- 描述价值的定义，并识别与上市公司最相关的价值定义。
- 描述股权估值的应用。
- 描述在进行行业和竞争分析时需要解决的问题。
- 对比绝对估值模型和相对估值模型，描述两个模型的例子。
- 描述分类加总估值法和多元化折价。
- 解释对指定公司估值时选择合适估值方法的一般标准。

1.1 引言

每天都有成千上万的投资行业参与者——投资者、基金经理、监管者和研究人员，要面对一个常见而又往往很复杂的问题：某项资产的价值是多少？这个问题的答案通常会影响到投资目标的实现与否。对投资行业其中一类参与者——股权分析师而言，这个问题和可能的答案尤其重要，因为这个职业活动和决策的核心就是确定所有权的价值。估值（valuation）是资产价值评估，基于对影响未来投资回报相关变量的估计、对相似资产比较或（在合适的时候）对即将进行的清算程序的估计。估值技巧是投资成功的一个非常重要的因素。