

金多多  
金融投资经典译丛

Pearson

私募股权、风险投资和创始人必备快速入门指南

# 公司估值

原书第2版

[美] 大卫·弗里克曼 (David Frykman) 雅各布·托勒瑞德 (Jakob Tolleryd) 著  
注册估值分析师协会 译

The Financial Times Guide to  
Corporate Valuation

机械工业出版社  
CHINA MACHINE PRESS

# 公司估值

原书第2版

[美] 大卫·弗里克曼 (David Frykman) 雅各布·托勒瑞德 (Jakob Tollerud) 著  
注册估值分析师协会 译

 机械工业出版社  
CHINA MACHINE PRESS

《公司估值》重点介绍了公司在进行价值评估时存在的普遍问题以及最常用的价值评估方法，为价值计量提供了简易指南。无论你是希望为公司发展筹集资金或公开上市、设立激励计划来保留或吸引员工，还是聘用或解雇一名经理，该书都能帮助你了解和运用公司价值评估方法。本书为投资者、财务人员、管理层和一般雇员了解公司价值评估技术提供了全面而实用的入门级指导。

Authorized translation from the English language edition, entitled *The Financial Times Guide to Corporate Valuation 2ed*, 978-0-273-72910-5, by David Frykman, Jakob Tolleryd, published by Pearson Education, Copyright © 2003, 2010 by Pearson Education, Limited.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Limited.

This translation of *The Financial Times Guide to Corporate Valuation 2/e* is published by arrangement with Pearson Education Limited.

本书封面贴有 Pearson Education（培生教育出版集团）激光防伪标签。

无标签者不得销售。

北京市版权局著作权合同登记 图字：01-2016-8661号。

## 图书在版编目（CIP）数据

公司估值 /（美）大卫·弗里克曼（David Frykman），（美）雅各布·托勒瑞德（Jakob Tolleryd）著；注册估值分析师协会译。—北京：机械工业出版社，2017.8

书名原文：The Financial Times Guide to Corporate Valuation (2nd Edition) (Financial Times Guides)

ISBN 978-7-111-57649-5

I . ①公… II . ①大… ②雅… ③注… III . ①公司 - 资产评估  
IV . ① F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2017）第 190528 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

策划编辑：李新妞 责任编辑：廖岩

责任印制：李飞 责任校对：李伟

北京铭成印刷有限公司印刷

2017 年 9 月第 1 版第 1 次印刷

180mm × 250mm · 13.5 印张 · 205 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-57649-5

定价：49.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

网络服务

服务咨询热线：（010）88361066 机工官网：www.cmpbook.com

读者购书热线：（010）68326294 机工官博：weibo.com/cmp1952

（010）88379203 金书网：www.golden-book.com

封面无防伪标均为盗版

教育服务网：www.cmpedu.com

# 前 言

## 第 2 版新增内容

---

在本书的第 1 版出版后，我们继续以企业家和投资者的身份与中小企业保持紧密联系。作为公司的 CEO、董事会成员和投资者，我们的日常工作就是要不断地为这些公司创造价值，同时也会参与到涉及企业估值的（如筹集资金、兼并、收购以及首次公开发行股票等）事项中，公司价值评估则是此类事项的核心环节。基于作者在实际工作中积累到的一些经验以及作者收到的第 1 版读者的反馈，我们对第 2 版中的全部章节都进行了或多或少的更新，特别是对第 8 章中所用到的案例及图表。在第 4 章中，我们对公司估值模型做了进一步的完善，涵盖了剩余收益的评估模型和所谓的风险评估模型。此外，应部分读者的要求，我们对第 5 章中涉及的关于乘数的问题进行了更详细的讨论，除了对现有市盈率（P/E 乘数）和每股市场价值 / 账面价值比率（P/BV 市净率乘数）内容进行了扩展讨论外，还增加了诸如市盈率相对盈利增长比率（PEG）这样的新内容。在第 6 章中，对于目标公司资本结构章节的内容，我们也做了一定的修订及补充。

## 阅读指南

---

本书是为不同的读者撰写的，所谓的不同读者是指其在公司价值评估方面具备的知识水平不同、所要花费的阅读时间不同和学习目的不同。尽管本书的主要目的是尽可能地简短，但我们相信并不是每个读者都有时间或者确实愿意阅读整本书。为此，本书的阅读指南将帮助读者决定所需阅读的部分。本阅读指南是根据读者不同的知识水平、可用的时间和职业来进行阅读指导的。

### 基于公司价值评估知识的储备程度

---

#### 很少或者没有

我们建议您阅读整本书。几乎可以肯定地说，您手上拿到的这本书是您学习公司价值评估方面所需知识最简捷的途径——标准的教科书通常厚达 500 页或者更多，而且要求阅读者有一定的金融知识背景，同时也需要有大量的时间投入。此外，我们建议您按本书所设定的章节顺序阅读，这样您就可以轻松地进入公司价值评估的领域中。

#### 中等水平

我们建议您重点阅读以下章节：第 4 章，该章快速而又全面地描述了当下流行的最重要的公司价值评估方法；第 5 章，该章更全面地涵盖了基于乘数进行估值的相关内容；第 6 章，该章详细阐述了麦肯锡的现金流量折现模型。此外，第 7 章也将为您提供影响公司价值评估最重要因素的相关分析。第 8 章中，我们在对虚构的样本公司进行价值评估的同时，也为您提供了一个实用性很强的范例。

#### 高级水平

如果您已经在公司价值评估方面有了充足的知识储备，本书所包含的大部分知识您应该已经很熟悉了，那么本书对于您而言，主要是用来更新您在这方面知识的了解。我们的目的在于将公司估值用尽可能简单的方法来解释，因此您将不会在本书中看到复杂的理论

性的数学证明。然而，本书除了可以帮您更新公司价值评估方面的知识外，我们相信第5章中对于比率的深层次讨论、第7章中关于财务和经营性关键价值驱动因素的讨论都会激起您的阅读兴趣。此外，第9章更可以丰富您在公司价值评估方面的实践知识。

## 可用时间

---

### 30 分钟

好的，如果您的时间很仓促，那么您必须阅读第4章中的以下部分：估值理论综述、现金流量折现模型（DCF Model）以及基于乘数的估值模型。

此外，为了了解如何将本书的内容应用于实际，第8章中的图表及方框中的内容也不应忽视。

### 1 小时

除了上面阅读30分钟的那三个部分，如果想知道一些关于乘数的知识，您需要阅读第5章；如果您对于弄清楚为什么公司价值等于未来所有现金流的现值，以及如何进行现金流量折现分析更感兴趣，您需要完整阅读第6章。最后，在时间允许的范围内考虑花一点时间阅读第8章中的图表及方框中的内容。

### 2 小时

除了上面阅读30分钟读者的那三个部分，另外，第5章、第6章和第7章也是要阅读的，特别是第6章对于公司业务和关键价值驱动因素进行了详细的讲解。最后，为了能够将理论和实践相结合，还要学习第8章的内容。

此外，如果您正在经营一家公司，特别是如果您同时也是公司管理团队成员之一，我们推荐您继续阅读第9章。

### 8 小时

通读全书，8小时就已经足够了！

## 职业

---

### 财务专业人士

如果您想要更新自己的知识和技能，我们建议您通读全书。如果您想要梳理最常用的估值模型，那么您需要阅读第 5 章、第 6 章和第 7 章。特别强调的是第 6 章中的“检查模型假设”部分，这部分为您检查估值是否合理提供了一个非常实用的工具箱。最后，为了理解如何将您接触到的理论概念转变成为公司经营的具体战略（或者，作为公司财务人士的您，将如何更好地胜任 CEO 的工作），您需要阅读第 9 章的内容。

### 私人投资者

作为一名私人投资者，您也许用于研究估值的时间非常有限，那么要对公司价值在最短时间内做近似合理的评估方法就是乘数价值评估，因此，您需要阅读第 5 章的内容。至少还要翻阅第 6 章，同时为了理解如何应用第 6 章中的知识，还需要学习第 8 章的内容。

### 管理人员

第 1 章到第 3 章可以使您更好地了解估值及其重要性。通过对第 4 章中推荐给 30 分钟读者的那几部分的阅读，您将会掌握一些重要估值方法的基础。为了理解如何确定目标公司中可以为公司增值的变量以及本行业的价值驱动因素，您需要阅读第 7 章的内容。此外，对于管理者如何管理一家公司来达到价值创造的最大化而言，最有用的一章是第 9 章。

### 学生

无论您是一个正在学习公司金融或企业价值评估的 MBA 专业的学生，还是作为有经验的管理者参加高级行政管理人员课程（EMBA）时涉及估值知识，学生总是会寻找捷径。那么祝贺您，本书就是估值领域中的有效捷径，我们建议学生应当通读本书。本书将会用一种简单的方法解释企业估值的所有方面，并且给出清晰的整体知识

框架。如果您的考试就在明天，根据考试的重点，我们推荐您将注意力集中在第4章、第5章和第6章的内容上。

## 公式

正如您所看到的，本书首次使用某公式时，会使用阴影来表示。当该公式用于计算中时，将不再使用阴影。这将有助于您区分原始公式和对公式的应用。

## 联系我们<sup>⊖</sup>

关于本书内容，如果您有任何疑问、建议或反馈，欢迎发电子邮件联系我们。我们的邮箱地址是 [david@frykman.com](mailto:david@frykman.com) 或 [j@tolleryd.com](mailto:j@tolleryd.com)。

---

<sup>⊖</sup> 如果读者想进一步学习有关估值的实践知识，可继续阅读本书后面所附的金多多系列图书，包括《市场法估值》《投资银行：估值、兼并与收购、杠杆收购》，或访问金多多教育网站 [www.jinduoduo.net](http://www.jinduoduo.net) 获得更多资料。——译者注



## 致 谢

没有任何作品的成功仅仅归功于作者自身的努力，本书也不例外，特别是本书源自公司价值评估领域大量的理论及实践。首先感谢本书背后的许多作者及其伟大思想，他们的文章及出版物列示在本书最后的“延伸阅读”部分。这是本书的基础，同时也是本书最重要的资料来源。

非常感谢我们在“Financial Times Prentice Hall”的出版商克里斯·库德摩尔和玛蒂娜·奥沙利文，是他们的才能和智慧激励并指导我们历经艰难而完成本书的第2版。

最诚挚地感谢我们的顾问，《时髦的公司和伟大的管理》一书的作者谢尔 A. 诺德斯特龙先生，他启发我们采用了跨界的方式。通过这种方式，我们从很多领域汲取了理论和知识，包括那些并非直接或明显与公司估值相联系的领域。

此外，我们的长期合作伙伴玛丽亚·多利兹，Hachette Publishing 公司并购部门的负责人，鉴于其对本书所做的有价值的反馈和评论也应得到一个特殊的感谢。

最后，但并非不重要，感谢我们的妻子米尼亚和安妮丝给予我们的耐心和理解，也感谢我们的家人和朋友的宝贵支持。

对于本书中所出现的任何语言和逻辑上的错误，都由我们自己负责。

# 关于注册估值分析师（CVA®）认证考试

## CVA 考试简介

注册估值分析师（Chartered Valuation Analyst, CVA）认证考试是由注册估值分析师协会（CVA Institution）组织考核并提供资质认证的一门考试，旨在提高投资、并购估值领域从业人员的实际分析与操作技能。本门考试对专业实务及实际估值建模等专业知识和岗位技能进行考核，主要涉及公司价值评估、并购及项目投资决策。考试分为实务基础知识和 Excel 案例建模两个科目，内容包括：会计与财务分析、公司金融、公司估值方法、并购分析、项目投资决策、信用分析、财务估值建模七个部分。考生可通过针对各科重点、难点内容的专题培训课程，掌握中外机构普遍使用的财务分析和公司估值方法，演练公司财务预测与估值建模、项目投资决策建模、上市公司估值建模、并购与股权投资估值建模等实际分析操作案例，快速掌握投资估值基础知识和高效规范的建模技巧。

- **科目一实务基础知识**——是专业综合知识考试，主要考查投资、并购估值领域的理论与实践知识及岗位综合能力，考试范围包括会计与财务分析、公司金融、公司估值方法、并购分析、项目投资决策、信用分析这六部分内容。本科目由 120

道单项选择题组成，考试时长为三小时。

- **科目二 Excel 案例建模**——是财务估值建模与分析考试，要求考生根据实际案例中公司历史财务数据和假设条件，运用 Excel 搭建出标准、可靠、实用、高效的财务模型，完成公司未来财务报表预测、公司估值和相应的敏感性分析。本科目为 Excel 财务建模形式，考试时长为三小时。

## 职业发展方向

CVA 资格获得者具备公司并购、项目投资决策等投资岗位实务知识、技能和高效规范的建模技巧，能够掌握中外机构普遍使用的财务分析和公司估值方法，并可以熟练进行公司财务预测与估值建模、项目投资决策建模、上市公司估值建模、并购与股权投资估值建模等实际分析操作。

CVA 注册估值分析师的持证人可胜任企业集团投资发展部、并购基金、产业投资基金、私募股权投资、财务顾问、券商投行部门、银行信贷审批等金融投资相关机构的核心岗位工作。

## 证书优势

**岗位实操分析能力优势**——CVA 考试内容紧密联系实际案例，侧重于提高从业人员的实务技能并迅速应用到实际工作中，使 CVA 持证人达到高效、系统和专业的职业水平。

**标准规范化的职业素质优势**——CVA 资格认证旨在推动投融资估值行业的标准化与规范化，提高执业人员的从业水平。CVA 持证人在工作流程与方法中能够遵循标准化体系，提高效率与正确率。

**国际同步知识体系优势**——CVA 考试采用的教材均为 CVA 协会精选并引进出版的国外最实用的优秀教材。CVA 持证人将国际先进的知识体系与国内实践应用相结合，推行高效标准的建模方法。

**配套专业实务型课程**——CVA 协会联合国内一流金融教育机构开展注册估值分析

师的培训课程，邀请行业内资深专家进行现场或视频授课。课程内容侧重行业实务和技能实操，结合当前典型案例，选用CVA协会引进的国外优秀教材，帮助学员快速实现职业化、专业化和国际化，满足中国企业“走出去”进行海外并购的人才渴求。

## 企业内训

---

CVA协会致力于协助企业系统培养国际型投资专业人才，掌握专业、实用、有效的专业知识。CVA企业内训及考试内容紧密联系实际案例，侧重于提高从业人员的实务技能并迅速应用到实际工作中，使企业人才具备高效专业的职业素养和优秀系统的分析能力。

- ✓ 以客户为导向的人性化培训体验，独一无二的特别定制课程体系。
- ✓ 专业化投资及并购估值方法相关的优质教学内容，行业经验丰富的超强师资。
- ✓ 课程采用国外优秀教材与国内案例相结合，完善科学的培训测评与运作体系。

## 考试专业内容

---

### 会计与财务分析

财务报表分析，是通过收集、整理公司财务会计报告中的有关数据，并结合其他有关补充信息，对公司的财务状况、经营成果和现金流量情况进行综合比较和评价，为财务会计报告使用者提供管理决策和控制依据的一项管理工作。本部分主要考核如何通过对公司会计报表的定量分析来判断公司的偿债能力、营运能力、盈利能力及其他方面的状况，内容涵盖利润的质量分析、资产的质量分析和现金流量表分析等。会计与财务分析能力是估值与并购专业人员的重要基本执业技能之一。

### 公司金融

公司金融用于考察公司如何有效地利用各种融资渠道，获得最低成本的资金来源，形成最佳资本结构，还包括公司投资、利润分配、运营资金管理以及财务分析等方

面。本部分主要考查如何利用各种分析工具来管理公司的财务，例如使用现金流折现法（DCF）评估投资计划，同时考察有关资本成本、资本资产定价模型等基本知识。

### 公司估值方法

公司的资产及其获利能力决定了公司的内在价值，因此公司估值是投融资、并购交易的重要前提，也是非常专业而复杂的问题。本部分主要考核公司估值中最常用的估值方法及不同估值方法的综合应用，诸如 P/E、EV/EBITDA 等估值乘数的实际应用，以及可比公司、可比交易、现金流折现模型等估值方法的应用。

### 并购分析

并购与股权投资中的定量分析技术在交易结构设计、目标公司估值、风险收益评估中的应用已经愈加成为并购以及股权专业投资人员做必须掌握的核心技术，同时也是各类投资者解读并购交易及分析并购双方公司价值所必须掌握的分析技能。本部分主要考核公司并购的基本分析方法，独立完成公司并购分析，如合并报表假设模拟、可变价格分析、贡献率分析、相对 PE 分析、所有权分析、信用分析、增厚 / 稀释分析等常见并购分析方法。

### 项目投资决策

项目投资决策是公司所有决策中最为关键、最为重要的决策，就是公司对某一项目（包括有形、无形资产、技术、经营权等）投资前进行的分析、研究和方案选择。本部分主要考查项目投资决策的程序、影响因素和投资评价指标。投资评价指标主要包括内部收益率、净现值、投资回收期等。

### 信用分析

信用分析是对债务人的道德品格、资本实力、还款能力、担保及环境条件等进行系统分析，以确定是否给予贷款及相应的贷款条件。本部分主要考查常用信用分析的基本方法及常用的信用比率。

## 财务估值建模

本部分主要在 Excel 案例建模科目考试中进行考查。包括 Excel 常用函数及建模最佳惯例，使用现金流折现方法的 Excel 财务模型构建，要求考生根据公司历史财务数据，对公司未来财务数据进行预测，计算自由现金流、资本成本、公司价值及股权价值，掌握敏感性分析的使用方法；并需要考生掌握利润表、资产负债表、现金流量表、流动资金估算表、折旧计算表、贷款偿还表等有关科目及报表钩稽关系。

## 考试安排

CVA 考试每年于 4 月、11 月的第三个周日举行，具体考试时间安排及考前报名，请访问 CVA 协会官方网站 [www.CVAinstitute.org](http://www.CVAinstitute.org)。

## CVA 协会简介

注册估值分析师协会（Chartered Valuation Analyst Institute）是全球性及非营利性的专业机构，总部设于香港，致力于建立全球金融投资估值的行业标准，负责在亚太地区主理 CVA 考试资格认证、企业人才内训、第三方估值服务、研究出版年度行业估值报告以及进行 CVA 协会事务运营和会员管理。

## 联系方式

官方网站：<http://www.cvainstitute.org>

电话：4006-777-630

电子邮箱：[contactus@cvainstitute.org](mailto:contactus@cvainstitute.org)

新浪微博：注册估值分析师协会



协会官网二维码



微信平台二维码

# 目 录

前言

致谢

关于注册估值分析师 (CVA®) 认证考试

第 1 章 导论 /1

第 2 章 案例公司介绍 /7

第 3 章 何时需要对公司价值进行评估 /11

为公司发展募集资金 /12

制订激励计划来留住和吸引优秀员工 /16

实施兼并、收购或剥离 /19

公司首次公开发行股票 (IPO) /22

小结 /23

第 4 章 公司价值评估概论 /25

估值理论综述 /27

最重要的几种估值模型 /30

估值模型的选择 /44

小结 /46

第 5 章 基于乘数的价值评估 /49

乘数的分类 /50

选择合适的乘数 /55

各种不同的乘数 /60

	如何获得乘数估值中所需的数据 /74
	小结 /75
第 6 章	现金流量折现估值 /77
	估算资本成本——加权平均资本成本 /80
	计算自由现金流量 /86
	计算终值 /90
	折现和最终公司价值 /92
	现金流量折现分析中最重要的变量 /94
	现金流量折现方法——仅仅是计算工具 /95
	检查模型假设 /95
	小结 /98
第 7 章	基本分析和关键价值驱动因素 /101
	什么是价值驱动因素 /103
	如何确定关键价值驱动因素 /104
	结构化基础分析 /104
	通用的营业价值驱动因素 /109
	基础分析的框架 /114
	暂时垄断——基础分析的一个额外工具 /115
	当前的暂时垄断 /116
	小结 /122
第 8 章	实例：如何在实践中评估公司价值 /123
	对 Mobitronics 公司的基础分析 /126
	Mobitronics 公司现金流量折现价值评估 /131
	情景分析 /144
	检查基本假设 /146
	基于乘数的价值评估 /151
	综合所有的估值方法得出的公司价值 /157
	小结 /158
第 9 章	价值管理 /161
	战略发展 /163



目标设定	/164
行动计划、预算和培训	/166
激励计划	/167
价值管理的成果	/169
小结	/170
后记	/172
附录 A 激励人心的关键价值驱动因素列表	/173
附录 B 价值评估信息清单	/179
词汇表	/189
延伸阅读	/193
关于作者	/196