# 第一章 绪论

1. 上市公司投资价值分析的含义和作用是什么？

上市公司投资价值是指国家、集体或个人等投资主体，将资金直接或间接地投入到上市公司的经营和管理等活动中，期望能够获得的未来资产增值或收益。上市公司投资价值分析是投资者确定目标上市公司投资与否的重要依据，主要对上市公司基本情况、经营管理、发展环境、行业前景、财务状况、价值估算等进行分析研究，获得反映上市公司未来收益的各方面指标，得出指导投资与否的科学、客观结论。

2. 上市公司投资价值为什么需要专业分析？

上市公司投资价值分析则不同，其专业性表现为：第一，上市公司投资价值分析通常需要由专业机构和专业人员完成；第二，上市公司投资价值分析给出的是专业投资意见，供报告的使用者进行决策参考；第三，上市公司投资价值分析使用科学的分析方法和可靠的数据资料，经过严谨的分析、测算和评价，得出科学、客观的结果。

3. 上市公司投资价值分析报告的使用者有哪些？

上市公司投资价值分析报告是上市公司内部和外部使用者制定与公司相关决策的基础。公司内部使用者主要是公司的管理层和员工；公司外部使用者主要是投资者（包括股东和潜在投资者）、债权人、供应商、客户、政府部门以及市场中介结构等。上市公司投资价值分析报告是一个重要的决策辅助工具，为报告使用者提供了一个全面、系统、客观的全要素评价体系和综合分析平台。

4. 上市公司投资价值分析报告撰写的要求有哪些？

撰写者个人能力要求，包括：（1）信息资料收集能力；（2）资料整理与分析能力；（3）规律发现与总结能力；（4）学习和钻研能力；（5）细节处理能力；（6）沟通交流能力。

撰写者职业道德要求：（1）独立诚信；（2）谨慎客观；（3）勤勉尽职；（4）公正公平.

使用数据要求：（1）数据的可靠性；（2）数据的合法合规性。

报告行文要求：（1）突出投资要点，观点鲜明；（2）图数文一致，尽量使用数字和图表；（3）行文准确、有序、简练；（4）避免重复和口语化。

5. 上市公司投资价值分析报告的主体内容有哪些？

上市公司投资价值分析报告的主体内容可分为五大版块：公司基本情况、所属行业状况、公司财务状况、公司估值和报告结论。

公司基本情况包括上市公司情况介绍、股本股东分析、经营能力分析、竞争能力分析、发展情景分析和重大事项。通过公司基本情况分析，梳理总结上市公司日常经营管理相关因素对其投资价值的影响。

所属行业状况分析包括界定所在行业类型、行业周期性分析（经济周期和生命周期）、行业竞争格局分析和行业发展趋势分析。行业的兴衰很大程度上决定了公司的发展前景，影响着上市公司价值的持续稳定增长。

公司财务状况分析主要分析上市公司偿债、营运、盈利和成长能力，并对其进行综合分析。公司财务状况既能够反映上市公司当前的经营管理状况，也能够反映出上市公司未来的发展潜力状况，对上市公司投资价值的判断具有重要作用。

公司估值是对上市公司内在价值进行评估，并与当前市场价格进行比较，判断公司股票低估或是高估。常用的估值方法有绝对估值法和相对估值法，相比之下，绝对估值法更具理论基础、更为精密严谨，而相对估值法计算简单直观、易于使用和表达。

报告结论，即投资建议与风险提示，主要包括股价趋势判断、投资评级和主要风险提示。报告结论是基于前述几个版块的分析，对上市公司做出总结性判断，为报告使用者提供简明扼要的结论和观点。

6. 上市公司投资价值分析报告撰写的常用方法有哪些？

上市公司投资价值分析报告撰写的常用方法有历史资料研究法、调查研究法、归纳与演绎法、比较分析法、比率分析法、数理统计法等。

# 第二章 上市公司基本情况分析

1. 公司股本结构和股权结构的概念分别是什么？

股本结构是指股本的各个构成比例关系，反映股本构成状态。分析上市公司的股本结构，可以发现上市公司的基本属性和其股本结构的变化趋势，有助于投资者更好地把握上市公司的基本面情况。

股权结构是指不同投资主体持有公司股票数量的分布结构，反映了基于财产所有权基础的不同持股主体间的所有权结构。股权结构是公司治理结构的基础，公司治理结构则是股权结构的具体运行形式。

2. 公司控股股东和实际控制人是否是同一个主体？

根据《中华人民共和国公司法》第二百一十六条，控股股东是指其出资额占有限责任公司资本总额百分之五十以上或者其持有的股份占股份有限公司股本总额百分之五十以上的股东；出资额或者持有股份的比例虽然不足百分之五十，但依其出资额或者持有的股份所享有的表决权已足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响的股东。在上市公司的年报中，可以查找到上市公司的控股股东。

实际控制人，是指虽不是公司的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的人。现实公司治理中，实际控制人可以是控股股东，也可以是控股股东的股东，甚至是除此之外的其他自然人、法人或其他组织。

3. 股权集中度过高或过低有何利弊？

股权集中度过高或过低各有利弊。股权集中度高的优势是控股股东有足够的控制权和激励主动监督公司的日常经营管理，确保股东利益最大化；弊端是控股股东基于自身利益可能迫使管理层做出有损中小股东利益的决策。股权结构分散的优势是提高股票的变现能力，股票持有者众多更容易形成活跃的股票市场，降低公司的资本成本，有利于公司整体利益的提升以及市场价值的提高；弊端是存在股东“搭便车”问题，股权分散的公司中，可能没有股东具有足够的动力来监督公司的经营管理，导致公司管理层只受到很少的监督或几乎没有任何监督，出现内部人控制问题。

4. 同股不同权的概念和优缺点分别是什么？

同股不同权是与同股同权相对的概念，是指同一种股票被分为不同的类别，股票持有者根据所持股票种类不同享有不同的投票权，一类股票拥有数倍于其他类股票的投票权。其中，分为两类的称为双重股权结构，大于两类的称为多重股权结构。

双重股权结构出现与发展是市场竞争和选择的结果，与“一股一权”相比，双重股权结构主要有以下优势：（1）化解融资需求与控制权稀释的相悖困境；（2）抵御恶意收购；（3）契合股东异质化的发展趋势。

双重股权结构与生俱来的投票权（表决权）与收益权分离所导致的绝对控制权，制造了股东间的代理成本。在缺乏良好司法环境和成熟监管体系的制度背景下，可能造成不利影响，使公司治理陷入僵局：（1）产生委托-代理问题，不利于股东利益保障；（2）控制权“封闭化”，内外部监督机制失效。

5. 法人治理结构的概念及健全法人治理结构的特征有哪些？

公司法人治理结构有狭义和广义两种，狭义上的公司法人治理结构是指有关公司董事会的功能、结构和股东权利等方面的制度安排；广义上的法人治理结构是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度安排，包括人力资源管理、收益分配和激励机制、财务制度、内部制度和管理等。

根据《中华人民共和国公司法》、《上市公司治理准则》等，上市公司法人治理结构主要由四个部分组成：（1）股东会或者股东大会，由公司全体股东组成，是公司的最高权力机构,体现了股份持有人对公司的最终所有权；（2）董事会，由公司股东大会选举产生，对公司的发展目标和重大经营活动作出决策，维护出资人的权益，是公司的决策机构；（3）监事会，由公司股东大会选举产生，是公司的监督机构。；（4）经理，由董事会聘任，是公司开展日常活动的经营者、执行者。

健全的公司法人治理结构体现在七个方面：

（1）规范的股权结构

（2）有效的股东大会制度

（3）董事会权利的合理界定与约束

（4）完善的独立董事制度

（5）监事会的独立性和监督责任

（6）优秀的职业经理层

（7）相关利益者的共同治理

6. 分析公司经营管理可以在哪几个方面展开？

管理层的个人能力分析可基于如下方面展开：①管理层的学历；②管理层的从业经验；③管理层的背景。管理层勤勉尽责忠诚状况分析可基于如下方面展开：①管理层是否有欺骗和损害股东利益的记录或嫌疑；②管理层之间是否有裙带关系；③管理层对新鲜事物的态度；④管理层是否脚踏实地做主业。

7. 公司战略规划的基本流程有哪些？

公司战略规划的基本流程，主要包括如下内容：

（1）明确使命愿景。使命愿景与公司的创立目的和指导方向有关，使命传达了公司的存在理由，愿景是公司面向未来的目标和志向。明确使命愿景是公司战略规划的重要基础。

（2）内部条件分析。通过内部条件分析，确定公司自身的优势和劣势，内部条件分析可使用价值链分析、核心竞争力分析等方法。内部条件主要包括资源条件和公司能力分析，其中，资源包括有形资源（财务资源、实物资源等）和无形资源（人力资源、技术资源、组织资源、创新资源、声誉资源等）；公司能力主要指企业对资源的有效整合，包括进料后勤、生产运营、发货后勤、市场销售、售后服务等诸多方面。

（3）外部条件分析。通过外部条件分析，发现公司面临的机遇和挑战，外部条件分析可使用波特五力模型、PEST分析等方法。外部条件主要包括社会环境（政治与法律、经济环境）和产业状况（产业经济特征、产业生命周期、关键供应商能力分析、客户能力分析、竞争对手）。

（4）战略定位。借助SWOT分析、波士顿矩阵或通用矩阵分析工具，对公司内部的优势、劣势和外部环境的机遇、挑战进行综合分析，确定公司最终的战略定位和战略选择。

（5）战略实施。结合战略定位，公司开展进一步的资源配置（人力资源配置、财务配置等），价值链构建，公司组织结构再设计，业绩评价设计，激励机制体系建设等。



8. 产品品牌及品牌战略的概念及重要性如何体现？

品牌是公司连同其提供的产品或者服务在消费者心目中的总体印象，蕴含了公司及其产品、服务的品质、形象、声誉、特色等内涵，品牌具有创造市场、联合市场、巩固市场的功能。某些公司提供的产品质量过硬、服务周到，并进行广泛宣传，进而成为家喻户晓的名牌产品。和同行业竞争对手相比，品牌带来销售优势，产品的销售量和利润额会显著增长，公司价值也会相应增加。在经济全球化背景下，公司面临前所未有的竞争压力，良好的品牌战略是公司在激烈的市场竞争中获得更好生存与发展不可或缺的内容和必由之路。

品牌战略就是公司将品牌作为核心竞争力，以获取差别利润与价值的经营战略。品牌战略是现代公司在激烈的市场竞争中强化自我、巩固自我和完善自我的必备要素，其本质是塑造公司的核心专长。在信息快速传播的时代，技术和管理创新等很容易扩散到整个行业中，难以成为公司的核心专长，而品牌是消费者对公司和产品的心理认同，具有不易模仿性。品牌一旦确立，有助于公司的长远发展。

9. 分析公司发展前景可考虑在哪几个方面展开？

分析公司发展前景可考虑在经济区位、公司竞争战略、募集资金投向和重点研发项目等方面重点展开。

10. 公司重大事项主要包括哪些？

重大事项的发生会对上市公司投资价值产生重要影响。当负面事项发生时，公司的投资价值可能降低，当正面事项发生时，公司的投资价值可能升高。公司重大事项包括上市公司重要公告事件，公司的资产重组与兼并，上市公司增持、减持与回购等。

其中，上市公司重要公告事件主要包括：

（1）公司的经营方针和经营范围的重大变化；

（2）公司的重大投资行为，公司在一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十，或者公司营业用主要资产的抵押、质押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十；

（3）公司订立重要合同、提供重大担保或者从事关联交易，可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响；

（4）公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况；

（5）公司发生重大亏损或者重大损失；

（6）公司生产经营的外部条件发生的重大变化；

（7）公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动，董事长或者经理无法履行职责；

（8）持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人持有股份或者控制公司的情况发生较大变化，公司的实际控制人及其控制的其他企业从事与公司相同或者相似业务的情况发生较大变化；

（9）公司分配股利、增资的计划，公司股权结构的重要变化，公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定，或者依法进入破产程序、被责令关闭；

（10）涉及公司的重大诉讼、仲裁，股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效；

（11）公司涉嫌犯罪被依法立案调查，公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被依法采取强制措施；

（12）国务院证券监督管理机构规定的其他事项。

# 第三章 上市公司所属行业分析

1. 行业的概念及行业分类标准有哪些？

行业指为同一个商品市场生产和提供商品的所有厂商的总体，如餐饮行业、金融行业、电子制造行业等。根据《国民经济行业分类》（GB/T4754—2017），行业是从事相同性质经济活动的所有单位的集合。

行业分类标准：（1）国民经济行业分类（GB/T4754—2017）；（2）证监会行业分类；（3）申万行业分类标准；（4）[中证行业分类](https://www.so.com/link?m=bhzmVrwlTfmX2770IJ6LUnBNTJ2otUQQDnG6iDSQ%2BSwGmu0oxmQ7oOODGxr0r0HCiSetGqYV%2Ftd6LZB1BhoKqu9qBD6BM74PtgE1pXN4H%2BMz4ThC%2B4geLbojxg8mC%2FopL9iZQ0BLuBZhx4uGDfxiyz80l649KYRKbVtWBCunFDHEGnI%2BIRN%2B0lmWkvzqbblTFZBQZXRBng4CM9IkUhj7josoUjYuH%2FNSVZVtjs67Rrqj7JVjLpg9ViCwSvGCNo2lBe2lcRc%2FrMouCSKddUNfS1D5EARi72W1g" \t "_blank)；（5）国证行业分类；（6）全球行业分类标准（GICS）。

2. 上市公司投资价值分析报告中行业分析的必要性和重点内容有哪些？

（1）上市公司投资价值分析中行业分析的必要性

上市公司投资价值分析过程中，需要对公司所处行业展开研究。行业与企业之间是面和点的关系，行业的规模和发展趋势决定了企业的成长空间。如同产品生命周期一样,一个行业也分为引入（初创）、成长、成熟、衰退四个阶段，企业的发展必须遵循行业的特征和规律。

公司价值与其所属的行业有很大的关系。不同的国民经济结构下，不同行业所处的地位不同，国家政策支持也不同。比如，新能源企业、新材料企业、精细化工企业等，属成长型产业，发展前景较好，对投资者的吸引力就大；反之，处于煤炭、棉纺业等行业中的企业，属夕阳产业，其发展前景欠佳，投资收益相对较低。

行业分析为更好地进行公司投资价值分析奠定基础。若某个公司所属行业已处于衰退期，则该公司不管其资产多么雄厚，经营管理能力多么强，都不能摆脱其阴暗的前景。投资者在选择上市公司时，必须分析和判断公司所属的行业是处于开创期、扩张期，还是衰退期，对属于衰退行业的公司投资必须慎之又慎。

（2）上市公司投资价值分析中的行业分析重点内容

在上市公司投资价值分析报告中，行业分析仅是其重要组成部分之一，不可能也不需要如行业研究报告那么面面俱到。在上市公司投资价值分析报告中，分析师可根据当前上市公司所处行业基本情况，选择那些对上市公司投资价值最有影响的内容进行分析。通常情况下，上市公司投资价值分析报告的行业分析主要包括行业周期性分析、行业竞争格局分析和行业发展趋势分析三个方面。在具体报告撰写中，可以参考依据行业周期性、行业竞争格局和行业发展趋势三个主题直接展开。

3. 行业经济周期分类及特征，如何判断行业所处经济周期？

经济周期也称商业周期、景气循环，通常是指经济活动沿着经济发展的总体趋势所经历的有规律扩张与收缩。由于不同行业对于经济周期的敏感性不同，其业绩可能会出现较大差异。根据行业与经济周期变动关系，可将行业分为增长型行业、周期型行业和防守型行业，如表3-7所示。各类型行业的特征为：

（1）增长型行业：运行状态与经济活动总水平的周期及其振幅无关，发展态势与经济周期间并无明显同步关联关系。不论经济周期处于哪个阶段，增长型行业均能够保持相对稳定的增长速度，其发展速度明显高于社会经济发展速度。增长型行业的经济增长主要依靠技术进步、推陈出新以及更为优质的服务。过去的几十年中，计算机、电子通讯、能源、人工智能、物联网、云计算等表现出增长型行业特征。

（2）周期型行业：运行状态与经济周期（外部宏观经济环境）高度相关，产品价格、需求以及产能呈现周期性波动。经济繁荣时期，产品需求快速上升，价格大涨，产能大幅度扩张，而萧条时期表现出相反的趋势。典型的周期型行业如钢铁业、耐用品及高档消费品行业等。

（3）防守型行业：产品往往是生活必需品或是必要的公共服务，需求相对稳定，对经济周期影响不敏感。与增长型行业相比，无论经济周期是扩张还是收缩，其发展基本保持不变，但经济衰退时，防守型产业可能会有一定的实际增加。典型的防守型行业如食品业和公用事业等。

通过比较该增长率波动与国内生产总值增长率波动的一致性进行判断：

（1）如果行业历年增长率整体逐年上升，与国内生产总值增长率的波动未表现出明显的一致性，特别是在经济衰退期基本不受国内生产总值波动的影响，则可认为其为增长型行业，如图中的行业1；

（2）如果行业历年增长率波动与国内生产总值增长率波动表现为显著的一致性，即国内生产总值增长率高时，行业增长率高；国内生产总值增长率低时，行业增长率低，则可认为其为周期型行业，如图中的行业2；

（3）如果行业历年增长率均较为平稳，与国内生产总值增长率的波动也未表现出明显的一致性，则可认定为防守型行业，如图中行业3。

**国内生产总值与行业增长率的波动示意图**

4. 行业生命周期分阶段特征，如何判断行业所处生命周期？

行业生命周期分阶段特征：

（1）初创期——企业数量少、壁垒低；行业市场狭小，增长率高；企业研发费用较高；企业面临较大的投资风险。

（2）成长期——企业数量先增后减，进入壁垒提高；市场增长率很高，需求高速增长；研发成本相对下降；破产率与合并率高。

（3）成熟期——企业数量稳定，进入壁垒很高；市场增长率和需求增长率均不高，甚至降为零；企业围绕节约成本、提高效益，对产品进行小的渐进式革新，生产技术趋于自动化；行业趋势与总体经济趋势相同。

（4）衰退期——企业和竞争者数量减少；导致行业兴衰的因素是多样的，诸如技术进步、产业政策变化、产业组织创新、社会习惯改变和经济全球化等因素都会产生重要影响。

行业生命周期判断方法：行业增长率与国内生产总值增长率比较法可以对行业所处生命周期进行分析判断。一般来说，初创期的行业通常比较适合投机者和创业投资者；成长期的行业，其增长具有明确性，投资者分享行业成长、获取较高投资回报的可能性比较高。

5. 行业市场类型的定性划分及特征，如何定量衡量行业的市场结构？

决定市场类型划分的重要因素有四个：（1）市场上的厂商数目；（2）厂商所生产产品的差异程度；（3）单个厂商对市场价格的控制程度；（4）厂商进出一个行业的难易程度。依据四个要素条件，对市场进行结构划分及各种市场结构的特征如下表所示。

判断行业市场结构的定量指标通常有行业集中度（常用）、行业基尼系数等。

**市场类型的划分和特征**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 市场  类型 | 厂商数目 | 产品差别程度 | 对价格的控制程度 | 进出行业的难易程度 | 市场举例 |
| 完全竞争 | 很多 | 完全无差别 | 没有 | 很容易 | 农产品 |
| 垄断竞争 | 很多 | 有差别 | 有一些 | 比较容易 | 零售业、轻工业 |
| 寡头 | 几个 | 有差别或无差别 | 相当程度 | 比较困难 | 汽车、通讯 |
| 垄断 | 唯一 | 唯一的产品，并且无相近的替代品 | 很大程度，但经常受到管制 | 很困难，几乎不可能 | 公用事业，如自来水、发电厂 |

6. 如何使用波特五力模型分析行业内部竞争结构？

（1）现有竞争者间的竞争

行业内竞争对手的竞争力是企业所面临的最强大的力量。市场总是有限的，同一行业中的企业，面对相同的客户群体，围绕相似的产品或服务展开竞争，不可避免地会出现对抗和冲突。企业间竞争的目标是使自己获得相对于竞争对手的优势，以占据有利地位和争夺更多的购买者。常见的竞争方式表现在产品价格、广告宣传、产品性能、销售网络创新和售后服务等方面。

（2）潜在进入者的威胁

由于后发优势的存在，潜在进入者大多拥有新的生产能力或掌握某些必需的资源，期待能建立有利的市场地位。行业新进入者与现有企业的竞争，最终导致行业中现有企业盈利水平下降，甚至危及企业的生存。潜在进入者威胁的程度由两方面原因决定：一方面是潜在进入者进入和退出的壁垒。壁垒是潜在进入者进入和退出所必须克服的障碍；另一方面是现有企业对新进入者的反应。

（3）替代品的威胁

替代品的威胁，迫使现有企业提高产品质量，或者降低售价，或者生产更具特色的产品，这极大限制了现有企业产品价格和获利能力的提高。替代品威胁的程度主要取决于如下四个方面：一是替代品的价格；二是购买者对替代品性能的满意度；三是购买者的转换成本，即转向替代品的难度和成本；四是替代品行业的竞争强度。

（4）供应商的议价能力

一般来说，要素市场越趋于卖方垄断，供应商的议价能力越强；要素市场越趋于买方垄断，供应商的议价能力越弱。供应商的议价能力大小主要取决于如下三个方面：一是供应商的行业集中度；二是供应商所提供要素的重要程度；三是使用替代品的转换成本。

（5）购买者的议价能力

一般来说，产品市场越趋于买方垄断，购买者的议价能力越强；越趋于卖方垄断，购买者的议价能力越弱。购买者的议价能力大小主要取决于如下三个方面：一是购买者的购买数量；二是购买者的规模和数量；三是购买者购买替代品的成本。

# 第四章 上市公司财务状况分析——上市公司财务会计报表

1. 上市公司财务状况分析的概念及目的分别是什么？

财务报表分析是对公司的财务报表所提供的数据进行加工、分析、比较、评价和解释，从隐晦的会计程序中将数据背后的经济含义挖掘出来，是公司内部和外部使用者制定与公司相关决策的基础。

财务报表分析通常只能发现问题而不能提供解决问题的直接方案，不同报表使用者基于不同目的进行分析，但一般情况下，公司财务报表分析的直接目的包括：

（1）评价公司的财务状况

通过分析上市公司财务报表，总体上把握公司的偿债能力、营运能力、盈利能力和现金流量状况，评价公司的财务状况和经营风险，为上市公司投资价值分析报告使用者提供一定的财务信息参考。

（2）评估公司的资产管理水平

公司资产是公司经营活动的基础，公司资产管理水平反映在公司资产的运营效率、公司盈利能力和可持续发展能力等方面。对公司财务报表进行分析，可以获得公司资产保值增值状况，了解公司资金周转状况、现金流量情况等，评价公司资产的经营管理水平。

（3）评价公司的获利能力

市场经济条件下，公司经营的根本目标是获得盈利。公司是否具有良好的盈利能力是其各项素质的综合表现。通过对财务报表的分析，可以获知公司利润目标完成情况和不同年份盈利水平的变化等信息。

（4）评价公司的发展趋势

公司发展趋势关系到公司管理者、投资者、债权人等的切身利益。对公司发展公司趋势的预测，是公司管理者和投资者经营决策和投资决策的重要依据，而财务报表分析既是对已完成财务活动的总结和评价，又是对公司发展趋势的财务预测，是报表使用者深刻认识公司财务状况的“探测仪”。

2. 资产负债表的功能和主要内容包括哪些？

资产负债表综合反映上市公司的财务状况、资产规模、资产结构、长短期的偿债能力、资产流动性以及所有者权益等相关内容。具体如下：（1）反映上市公司资产构成情况；（2）反映上市公司资金来源构成情况；（3）反映上市公司资产变动情况。

根据《企业会计准则第30号-财务报表列报》规定，我国的资产负债表采用账户式结构。账户式资产负债表由表头和基本内容构成。

（1）表头。表头部分包括报表名称、编制单位、报表编号、报表日期和货币计量单位等。

（2）基本内容。资产负债表采用账户式左右对称格式排列，依据“资产=负债+股东权益”这一会计恒等式原理，资产负债表左方项目金额总计与右方项目金额总计必须相等，始终保持平衡。资产负债表左方为资产项目，资产负债表右方为负债和股东权益项目。

3. 利润表的功能和主要内容包括哪些？

利润表的主要功能是将上市公司一定会计期间内的经营成果提供给会计信息使用者，信息使用者据此分析了解上市公司的经营成果、盈利规模与结构等，进而为分析上市公司的盈利能力，评价对上市公司投资的风险和报酬情况提供可靠依据。具体功能如下：

（1）反映上市公司生产经营成果，为外部信息使用者的决策提供依据

（2）考核上市公司生产经营管理状况，为上市公司管理层的经营决策提供依据

（3）评价上市公司不同部门的工作成效，为上市公司内部业绩考核提供依据

利润表主要包含七个方面的内容：（1）营业利润相关项目；（2）营业收入相关项目；（3）利润总额相关项目；（4）净利润相关项目；（5）其他综合收益相关项目；（6）综合收益总额；（7）每股收益。

4. 现金流量表的功能和主要内容包括哪些？

现金流量表能使上市公司的外部投资者、债权人和其他与公司有利害关系的财务报表使用者了解公司报告期内的现金流量净额变动，现金流量金额与结构信息。编制现金流量表便于财务报表使用者了解和评价公司获取现金和现金等价物的能力，据以预测公司未来现金流量。现金流量表是会计信息使用者获取决策所需信息的重要来源，其功能主要包含以下四个方面：

（1）反映上市公司的现金流量，评价上市公司未来产生现金流量的能力

（2）反映上市公司偿债能力、支付能力和周转能力，判断上市公司财务状况

（3）评价上市公司盈利质量

（4）评价上市公司的投资策略和融资策略

现金流量表的内容一般由现金流量表主表和现金流量表附表两大部分组成。

现金流量表主表时一定期间的现金流量按照来源分类，包括公司在经营活动中产生的现金流量、在投资活动中产生的现金流量和筹资活动中产生的现金流量。一般公司的现金流量表附表主要包含三部分内容：

（1）将净利润调节为经营活动现金流量，

（2）不涉及现金收支的重大投资和筹资活动，反映公司在一定期间内影响资产或负债，但当期没有现金流量的重大投资和筹资项目的信息；

（3）现金及现金等价物净变动情况，可以通过现金及现金等价物在期末与期初的差额进行反映，以检验直接法编制的现金流量表正表中的现金流量净额是否正确。

5. 所有者权益变动表的功能和主要内容包括哪些？

所有者权益变动表全面反映股东权益在年度内的变化情况，便于会计信息使用者深入分析公司股东权益的增减变化情况，准确理解所有者权益增减变动的根源，进而对公司资本的保值增值情况做出正确判断，提供对决策有用的信息。所有者权益变动表具体功能如下：

（1）反映公司抵御财务风险的能力，为会计信息使用者提供公司获利能力方面的信息

（2）反映公司自有资本的质量，揭示所有者权益变动原因，为会计信息使用者评价公司经营管理水平提供信息

（3）将四大会计报表有机联系起来，为会计信息使用者提供全面的信息

所有者权益变动表的各项目分“本年金额”和“上年金额”两栏分别填列。其中，“上年金额”栏内的数字，应根据上一年度所有者权益变动表“本年金额”栏内数字填列；“本年金额”栏内数字一般根据“实收资本（或股本）”、“资本公积”、“利润分配”、“库存股”和“以前年度损益调整”账户的发生额分析填列。

所有者权益变动表中应分别列示综合收益与所有者的资本交易导致的所有者权益变动。公司应至少单独列示综合收益总额、会计政策变更和差错更正的累积影响金额、所有者投入资本和向所有者分配利润等、按照规定提取的盈余公积、所有者权益各组成部分的期初和期末余额及其调节情况等项目。

6. 简述财务报表的质量特征。

我国《企业会计准则——基本准则》中对会计信息质量提出了可靠性、相关性、可理解性、可比性、实质重于形式、重要性、谨慎性、及时性等要求。

可靠性要求公司应当以实际发生的交易或者事项为依据进行会计确认、计量和报告，如实反映符合确认和计量要求的各项会计要素及其他相关信息，保证会计信息真实可靠、内容完整。

相关性要求公司提供的会计信息应当与财务会计报告使用者的经济决策需要相关，有助于财务会计报告使用者对公司过去、现在或者未来的情况作出评价反馈或者预测。

可理解性要求公司提供的会计信息清晰明了，便于财务会计报告使用者理解和使用。

可比性，即使用者能够辨别出财务报表中信息与其他报告中信息的相似性和差异。

实质重于形式要求财务报表忠实表达交易或事项的信息，公司应当按照交易或者事项的经济实质进行会计确认、计量和报告，而不应仅以交易或者事项的法律形式为依据。

重要性要求公司提供的会计信息应当反映与公司财务状况、经营成果和现金流量等有关的所有重要交易或者事项。

谨慎性也称稳健性，要求公司对交易或者事项进行会计确认、计量和报告应当保持应有的谨慎，不应高估资产或者收益、低估负债或者费用。

及时性要求公司对于已经发生的交易或者事项，应当及时进行会计确认、计量和报告，不得提前或者延后。

7. 财务报表粉饰的动因和手段有哪些？如何识别财务报表粉饰？

财务报表粉饰常见的动因主要有管理层业绩考核、避免业绩承诺合同违约、获取信贷、避免被ST或退市和减少税费负担等多个方面。

利润表的粉饰手段包括粉饰收入、粉饰费用和其他手段。粉饰收入的手段有提前或延迟确认收入、虚增收入、利用关联交易粉饰收入、用一次性收入或不经常的收入“凑数”；粉饰费用常用的形式有延迟确认费用、夸大资产损失或减值、虚构费用、把经常性费用转移到非经常费用；其他手段包括通过资产重组调节利润，实现利润表的粉饰等。

资产负债表的粉饰手段包括把资产和负债放在表外、低估负债、估资产。

现金流量表的粉饰手段包括通过真实业务粉饰现金流量、将现金流错误分类。

识别财务报表粉饰的重要方法包括：（1）关联交易剔除法；（2）合并报表分析法；（3）不良资产剔除法；（4）异常利润剔除法；（5）现金流量分析法。

# 第五章 上市公司财务状况分析——财务状况分析方法

1. 简述偿债能力分析的概念及作用。

偿债能力，是指公司偿还到期债务的能力。通过偿债能力分析，可以评价上市公司的财务状况，揭示公司的财务风险，预测公司的筹资前景，把握公司的财务活动。

上市公司的投资者、债权人、经营者和其他关联方等不同财务信息使用者站在不同角度，对偿付能力的分析目的也不尽相同。

（1）公司投资者偿债能力分析的目的

公司投资者通过偿债能力分析，重点关注投资的安全性与盈利性。投资的安全性与公司的偿债能力密切相关，公司的偿债能力越强，投资者的收益越有保障，投资安全性越高；盈利能力是投资者保值增值的关键，投资盈利性与公司长期偿债能力密切相关，当投资收益率大于借入资金的成本率时，公司可以通过适度负债充分利用财务杠杆，增加盈利。

（2）公司债权人偿债能力分析的目的

债权的安全性与公司偿债能力直接相关。债权人将资金借贷给公司使用，通常以固定利息的方式获取增值收益。只有公司有较强偿债能力时才能确保债权能够及时回收，并按期取得利息。

（3）公司经营者偿债能力分析的目的

公司经营者主要是指公司的经理及其他高级管理人员，需要同时关注公司盈利、风险等产生的原因和过程。通过偿债能力分析，公司经营者能够了解公司的财务状况，优化资本结构，以降低资金成本，提高公司价值；了解公司融资方式和融资结构，揭示公司所承担的财务风险程度；依据公司偿债能力强弱，了解公司财务状况和筹资前景，为公司进行筹资、用资和资金分配等理财活动提供重要参考。

（4）公司其他关联方偿债能力分析的目的

通过公司偿债能力分析，政府及相关管理部门，可以了解公司经营的安全性，进而制定相应的管理和调控政策；业务关联企业，可以了解上市公司的是否具有支付能力，判断公司信用状况和经营管理能力，进而做出是否进行长期业务合作的相关决策。

2. 与短期偿债能力分析相关的主要指标有哪些？

短期偿债能力主要是指公司使用流动资产偿还流动负债的现金保障能力。短期偿债能力的评价指标主要反映偿还短期负债的资产保障程度，包括流动比率、速动比率、现金比率和营运资本等。

3. 与长期偿债能力分析相关的主要指标有哪些？

长期偿债能力是指公司对还款期在一年以上债务的承担能力和偿还保障能力，是反映公司财务安全性和稳定性的重要指标。长期偿债能力的分析指标主要有资产负债率、产权比率、有形资产净值债务率、已获利息倍数、长期债务与营运资金比率等。

4. 简述营运能力分析的概念及作用。

营运能力分析是了解公司财务状况稳定性和获利能力强弱的关键环节。建立和推行科学、合理、有效的公司营运能力评价指标，有助于正确引导公司经营行为，帮助公司寻找经营差距及产生的根本原因，促进公司加强各项资产的管理，提升经济效益，并为财务信息使用者提供政策制定、投资决策的依据。

运营能力分析为公司经营管理、投资人投资决策和政府制定资源配置政策等提供依据：

（1）评价公司资产的流动性:营运能力分析通过对资产流动性的评价，可发现公司资产结构问题，有助于公司管理者制定优化资产结构以加速资金周转的[决策](https://www.guayunfan.com/baike/307862.html" \t "_blank)。

（2）评价公司资产利用的效益:通过公司产出额与资产占用额的比较分析，就可以对公司资产利用效益进行评价，有助于公司经济效益的提高。

（3）分析公司资产利用的潜力:对一个公司的评价，既要关注当期经营管理状况，也要关注其未来发展潜力。营运能力是盈利能力和偿债能力的基础，通过营运能力分析，可以探寻公司资产利用方面存在的问题，还有多大潜力可以挖掘以及挖掘这些潜力的难度大小。

5. 营运能力分析相关的主要指标有哪些？

营运能力分析相关的主要指标包括存货周转率和存货周转天数指标、应收账款周转率和应收账款周转天数、资产周转率指标（流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率）。

6. 简述盈利能力分析的概念及作用。

盈利能力指公司在一定时期内赚取利润的能力，是公司赖以生存和发展的基本条件。盈利能力分析能及时发现公司经营管理中的问题，有助于公司改善财务结构，提高公司偿债能力、营运能力，最终提高公司的盈利能力，促进公司经营和发展的持续稳定。

盈利能力分析可以反映和衡量公司及管理者的绩效、发现经营管理中存在的问题、为投资者提供公司价值参考。

7. 盈利能力分析相关的主要指标有哪些？

盈利能力分析相关的主要指标包括营业收入为基础的盈利能力指标（营业毛利率、营业利润率、营业净利率等），以资产为基础的盈利能力指标（总资产收益率、净资产收益率等）和市场价值相关的盈利能力指标（每股收益、每股净资产、市盈率、市净率、股利支付率等）

8. 简述发展能力分析的概念及作用。

公司发展能力，又称成长能力，是指公司在生存的基础上，对公司扩展经营潜力的分析，反映了公司实现盈利的持续程度以及价值增长的可能性｡

发展能力关乎公司的生存和发展，与公司所有者、经营者及其他利益相关者息息相关。通过对公司发展能力的分析，利益相关者可以把握公司的发展前景，进而作出合理的投资、信贷、供应和人力资本投资等方面的决策。具体来看，发展能力分析的价值主要体现在如下四个方面：

（1）公司所有者发展能力分析的作用

对于公司所有者而言，公司的进一步发展壮大和长远发展是其关注的重点。公司所有者可以通过成长能力分析衡量公司为所有者创造价值的潜力，从而为采取下一步战略行动提供依据。

（2）公司投资者发展能力分析的作用

对于潜在的投资者而言，出于对投资回报的关心，主要对股票价值、预期成长率、收益和股利变化的期望值等感兴趣。投资者可以通过成长能力分析评价公司的成长性，从而选择合适的目标公司，做出正确的投资决策。

（3）公司经营者发展能力分析的作用

对于经营者而言，为了评价、比较公司经营业绩的变化，识别竞争对手的潜在弱点并预测其未来行为，需要分析公司自身及竞争对手的发展能力，分析重点是销售收入、收益以及股利成长率等。通过成长能力分析发现影响公司未来发展的关键因素，从而采取正确的经营策略和财务策略促进公司可持续发展；通过成长能力分析，还可以促使经营者克服短期行为，重视公司的资本积累和获利能力的持续增长，使公司能够得到长远发展。

（4）公司债权人发展能力分析的作用

对于债权人而言，为了预测公司的应收账款、存货和生产性资产变化所需要的未来资金水平，需要着重分析研究与公司过去成长有关的资料。通过成长能力分析判断公司未来获利能力，从而做出正确的信贷决策。

9. 发展能力分析相关的主要指标有哪些？

发展能力分析相关的主要指标包括增长率指标（主营业务收入增长率、主营业务利润增长率、总资产增长率、净利润增长率等），资本扩张指标（资本保值增值率和资本积累率），发展潜力指标（通常选择技术投入比率）。

10. 沃尔比重评分法的原理和基本程序分别是什么？

沃尔比重评分法的原理：沃尔比重评分法将选定的财务比率用线性关系组合起来进行综合评价分析。传统的沃尔比重评分法选定了流动比率、产权比率、固定资产比率、存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率、权益资本周转率7项财务比率指标，并分别赋予分数权重，然后通过与标准比率的比较确定各指标的得分及总体指标的累计分数（总评分）。

沃尔比重评分法的基本程序为：（1）选定评价财务状况的财务比率指标；（2）确定财务比率指标的标准评分值（权数）；（3）确定财务比率指标的标准值；（4）确定财务比率指标评分值的上限和下限；（5）计算财务比率指标的相对比值；（6）计算出财务比率指标的综合得分。

11. 杜邦财务分析的内容和步骤分别是什么？

杜邦财务分析的内容包括：

（1）总体评价。净资产收益率（ROE）是多种财务指标的综合结果，因此，比较净资产收益率（ROE），可以对公司综合财务状况进行总体评价。

（2）基本因素分析。杜邦分析的指标体系包括营业净利率、总资产周转率、权益乘数等财务指标，可使用因素分析法确定各财务指标因素对净资产收益率（ROE）的影响，分析净资产收益率（ROE）变动的原因。

（3）影响因素的详细分析。营业净利率、总资产周转率、权益乘数等财务指标可以进一步分解为更加详细的财务指标。通过层层分解至公司最基本生产要素的使用、成本与费用的构成，对这些分解结果进行对比分析，可以了解公司财务状况变动的根本原因，满足经营者通过财务分析进行绩效管理的需要。

（4）应对措施分析。在分析公司财务状况的影响因素并了解财务指标变动原因的基础上，应提出改善公司财务状况、提高公司盈利能力等的措施。

杜邦财务分析法的步骤（1）分解净资产收益率；（2）分解总资产净利率；（3）杜邦等式及杜邦分析图。

# 第六章上市公司价值评估——绝对估值法

1. 什么是公司估值，有何作用？

公司价值评估根据从市场及公司层面获得的信息，对公司的内在价值进行全面而深入的分析和评估。随着全球资本市场的蓬勃发展，公司价值评估已成为投融资、交易决策的重要依据，对公司进行合理估值是投资的前提和基础。

对公司进行合理估值是获得投资回报的重要基础，通过相对适宜的估值方法得到的公司理论股票价格与市场价格的差异，为投资运作提供有效参考，从而指导投资者的实际投资行为。当公司的理论股票价格高于当前市场价格时，该公司具有投资价值；公司的理论股票价格低于当前市场价格时，该公司通常不具有投资价值。

2. 什么是公司的内在价值和市场价值？

公司内在价值等于公司在未来的寿命中可以产生现金流量的折现值，是公司自身所具有的价值，是公司的内在属性，是长期来看合理的市场价值。

市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理想行事且未受任何强迫的情况下，评估对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

3. 简述绝对估值法的原理和优缺点。

绝对估值法的原理包括预期收益原理和资金的时间价值原理。绝对估值法以预期收益原理为基础，即某个资产的客观合理价格或价值为该资产的产权人在拥有该资产期间从中能够获得的各期净收益的现值之和。绝对估值法认为，价值来源于未来的收益现金流，将每一期的收益现金流以合理的折现率折现到估值时点，然后将折现值加总就得到了相应估值。资金时间价值是资源稀缺性的体现，生产经营活动中，资金能够在周转使用过程中产生增值，被称为资金具有时间价值的属性。

绝对估值法的优点包括：（1）逻辑严密；（2）更有可信度和说服力；（3）发现公司价值的核心驱动因素；（4）受短期市场情绪的影响较小。

绝对估值法需要预测未来的自由现金流，在预测公司未来相关财务和经营信息时往往需要较多的主观假设，并且绝对估值法比较复杂，工作量较大。主要表现为：（1）模型涉及的参数较多，且选择比较困难；（2）对公司的长期预测存在较大不确定性；（3）对分析者的分析能力有较强要求；（4）估值结果难以直接作为最终目标价。

4. 简述不同类型股利折现模型的划分方式，公式形式及适用性。

（1）零增长模型

零增长模型假定股利是固定不变的，即股利的增长率等于零，也就是说未来的股利按一个固定数量支付。零增长模型是股票估价中最简单的情况，实际上是不变增长模型的一个特例。在每年股利保持稳定（），投资者在长期持有的情况下，股票的投资价值为：

公式6-10中，为公司股票的内在价值，为长期不变的公司股利，为年折现率，通常为投资者要求的投资回报率，或资本成本。

（2）不变增长模型

不变增长模型，又称为固定增长模型、戈登模型(Gordon Model)，该模型假设股利永远按不变的增长率变化，即股利以一个稳定的增长率永续增长，将未来期间所有股利现金流折现到基准时点并加总。现实中，当一个公司进入可持续增长状态时，其股利增长率是相对固定的，因此，不变增长模型是一个被广泛接受和运用的股票估值模型。

不变增长模型公式为：

由公式6-12可知，在和给定时，增大，上市公司股票价格会越高。

1. 可变增长模型

可变增长模型中的“可变”是指股利增长率是可变的。正常情况下，公司在一段时间内股利高速增长（如初创期和成长期），而在另一段时间内固定增长或保持固定不变（如成熟期），甚至股利减少（如衰退期）。这种情况下，就需要使用可变增长模型，通过分段计算，合理确定公司股票的内在价值。当股利增长率分阶段变化时，估价实务中使用较多的是二阶段股利增长模型和三阶段股利增长模型。

二阶段股利增长模型中，股票价值等于超常增长阶段股利的现值加上稳定增长阶段股票的现值，如公式6-13所示。

公式6-13中，为第年预期的股利收入；为前年超常增长阶段公司的必要收益率（股票资本成本）；为第年末的预期股票价格。

三阶段股利增长模型的股票价值等于三个阶段股利现值之和，即等于高增长期股利的现值加上过渡期股利的现值，再加上成熟期股票价值的现值。模型的公式为：

公式6-17中，等式右侧的三项分别对应于股利的三个增长阶段。在满足三阶段股利增长模型的假定条件下，如果已知初期的股利水平、股利增长率和，时间节点A和B，就可以计算出所有各期的股利；然后，根据折现率，计算出公司股票的内在价值。

5. 公司自由现金流和股权自由现金流的概念及区别分别是什么？

公司自由现金流，是公司在保持正常经营的情况下，能够向所有出资人（股东和债权人）进行自由分配的现金流。

股权自由现金流（FCFE）也被称为权益自由现金流，是在扣除经营费用、本息偿还和为保持预定现金流量增长率所需的资本支出、增加的营运资本支出之后的现金流量。

在已知公司自由现金流（FCFF）时，股权自由现金流的计算公式为：

*FCFF*和*FCFE*的主要分歧点在于是否将筹资活动产生的现金流量，即发行和偿还债务本息是否纳入自由现金流量的范畴。如无特殊说明，自由现金流指的就是公司整体自由现金流，包括股东和债权人两部分的现金流总和。

6. 应用自由现金流折现模型主要分为哪几个步骤？

第一，可明确预测期现金流量预测：运用调研成果等，分析预测目标公司未来5-10年期的现金流量；

第二，终值预测：估计公司在预测周期结束时的公开交易价值（或其收购价值，即终值）；

第三，折现率预测：计算适当的折现率，使用该折现率对预测的现金流进行折现；

第四，公司价值计算：将预测的现金流量和折现率带入公式6-20，计算出公司价值（总现金流量净现值）；

第五，每股价值计算：用估算出来的总现金流量净现值除以相应的股数，即得到公司每股价值。

7. 公司自由现金流（FCFF）折现模型的公式和估值应用。

**公司自由现金流折现模型**一般形式为：

如果公司自由现金流在年后达到稳定状态，并一直以稳定的增长率增长，则公司的自由现金流折现模型为：

其中，

公式6-27至6-29中，*V*为标的公司的价值，为第期的公司自由现金流，为可明确预测期数，为加权平均资本成本，为公司自由现金流的终值，为永续增长率（现金流长期稳定增长率）。

公司自由现金流折现模型是应用最广泛的绝对估值法，受市场检验的次数更多。公司自由现金流不需要单独考虑与债务相关的现金流量，

8. 股权自由现金流（FCFE）折现模型的公式和估值应用。

**股权自由现金流折现模型**一般形式为：

如果股权自由现金流在年后达到稳定状态，并一直以稳定的增长率增长，则公司的股权自由现金流折现模型公式为：

其中，

公式6-32至6-34中，*V*为标的公司的股权价值，为第期的股权自由现金流，为可明确预测期数，为股权资本成本，为股权自由现金流的终值，为永续增长率（现金流长期稳定增长率）。

实践中，公司估值更多的会采用FCFF方法，当存在如下三种情况下，使用FCFF折现模型能得到更可靠的估价结果：第一，财务杠杆高，财务杠杆容易发生变化的公司；第二，并购领域，财务杠杆预期将发生变化的公司；第三，股权自由现金流经常小于零的公司。

# 第七章 上市公司价值评估——相对估值法

1. 相对估值法的定义、原理及优缺点分别是什么？

相对估值法，也叫可比公司法（简称可比法）或价格乘数法等，是根据同价理论，以可比资产在市场上的当前定价为基础，评估目标资产价值的一种方法。

相对估值法的基本原理是一价定律（The Law Of One Price）。一价定律是指在完全竞争的市场上，同一个资产即便在不同的市场上也只有一个均衡价格，或者内在价值相等的两种资产，其市场价值会趋于一致。一价定律揭示了一个重要思想：同质应该同价。相对估值法假定市场是有效的，利用与目标公司具有相同特征的可比公司相关财务指标，对目标公司股票价值进行评估。

相对估值法的优点：（1）运用简单，易于理解；（2）受主观因素影响较小，更能客观反映市场情况；（3）基于市场估值，应用范围广。

相对估值法的局限性：（1）市场有效性假设有待商榷；（2）可比公司的选择容易受到人为影响；（3）可比公司价值的合理性问题。

2. 应用相对估值法主要分为哪几个步骤？

选择可比公司，确定适用于目标公司的可比指标，计算目标公司的可比指标值，计算目标公司的价值。

3. 可比公司的概念及如何选取合适的可比公司？

可比公司指的是所处的行业、市场环境、公司的主营业务或主导产品、公司规模、资本结构、盈利能力以及风险程度等方面相同或者相近的公司。在相对估值法中，选择的可比资产应当是与目标资产在最大程度上有相同属性，可比公司与目标公司越相近或相似越好。

选择可比公司常用的方法是依靠行业分类。如果两个公司同属一个行业，原则上他们的现金流量能够反映相似的市场力量，公司之间会高度相关。但是，行业分类是一种相对粗糙的划分。在行业分类的基础上，需要通过产品、资本结构、盈利能力、竞争性质等更多的信息来选择可比公司，评估师通常会利用证券分析师的报告选择可比公司。评估师还可以通过财务比率来选择可比公司，变现能力比率、资产管理比率、负债比率以及盈利比率常常被用作评价选择标准。

在实践中，找到一组合适的可比公司不是轻而易举的，一般应选取在行业、主营业务或主导产品、资本结构、公司规模、市场环境以及风险度等方面相同或相近的公司。若不能同时满足，可优先考虑下列靠前的可比公司特征：

（1）可比公司与目标公司的业务和行业背景类似；

（2）可比公司与目标公司的规模类似；

（3）可比公司与目标公司的预计增长率类似；

（4）可比公司与目标公司的股权结构类似；

（5）可比公司与目标公司的资本结构类似；

（6）可比公司与目标公司的地域特点类似。

4. 相对估值法的估值结果是否是公司（股票）的内在价值？

相对估值法所得结论是相对于可比公司来说的，以可比公司价值为估价基准，是一种相对价值，而非目标公司的内在价值。

5. 简述各类相对估值具体方法的公式及适用场合。

各类相对估值具体方法的公式及适用场合如下表所示。

相对估值法的主要公式和适用场合

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 估值方法 | | 主要公式 | 适用场合 |
| 股票价格倍数法 | 市盈率倍数法 | 目标公司股权价值=目标公司净利润×市盈率倍数  目标公司每股价格=目标公司每股收益×市盈率倍数 | 适用于周期性较弱、盈利相对稳定行业中的公司估值，如业绩较稳定的公用事业、服务业和一般制造业等 |
| 市净率倍数法 | 目标公司股权价值=目标公司净资产×市净率倍数  目标公司每股价格=目标公司每股净资产×市净率倍数 | 适用于大多数公司的估计，如盈利波动较大的公司、周期性较强行业中的公司、银行保险等流动资产比例高的公司、业绩差及重组型公司、收益容易受到不同折旧摊销政策的影响而失真的公司等 |
| 市销率倍数法 | 目标公司股权价值=目标公司主营业务收入×市销率倍数  目标公司每股价格=目标公司每股销售收入×市销率倍数 | 只有收入没有利润、收入规模大而净利润率极低的公司估计，市销率倍数法更为实用，市销率倍数法可以和市盈率倍数法形成良好的补充，但市销率倍数法不能反映成本的影响 |
| 市现率倍数法 | 目标公司股权价值=目标公司EBITDA×市现率倍数  目标公司每股价格=目标公司每股现金流量×市现率倍数 | 市现率倍数法适用于业绩相对稳定，现金流波动较小的公司估值。当自由现金流为负的时候，市现率倍数法失效，公司现金流波动较大，估值结果准确度也较低。 |
| PEG比率法 | PEG=市盈率(PE)/公司年盈利增长率 | 适合对保持稳定增长的成长股估值；不适用于业绩增速个位数以下、业绩增速超过25%以上以及业绩反反复复波动很大的公司估值 |
| 企业价值倍数法 | 企业价值/息税前利润倍数法 | 目标企业EV=目标企业EBIT×（EV/EBIT倍数） | 剔除了资本结构的影响，可以不必考虑公司股票间的资本结构差异，可广泛应用于资本结构复杂或者暂时还没有盈利的企业估值 |
| 企业价值/息税折旧摊销前利润倍数法 | 目标企业EV=目标企业EBITDA×(EV/EBITDA倍数) | 不受企业财务杠杆、折旧摊销等会计政策的影响，适用于很多类行业的企业估值。对于折旧摊销和财务杠杆影响比较大的公司，尤其是净利润亏损，而毛利和主营业务利润为正的公司，特别适合使用该方法 |

# 第八章 上市公司价值评估——其他估值法

1. 联合估值法的含义、思想及主要估值公式分别是什么？

联合估值法就是将绝对估值和相对估值结果进行加权叠加，以得到目标公司资产价格的一种估值方法。

相对与绝对的统一，从资产价格由资产数量和资产质量共同决定这一思想出发，以绝对估值法和相对估值法为支撑，得出联合估值模型。绝对估值法中的自由现金流折现，代表着资产未来给所有者创造现金流的能力，是资产内在质量的反映。绝对估值法提供了股票“真实的内在的参考价值”，内在价值决定投资价值，并且价格围绕价值波动，估值结果具有绝对性和长久性的特点，为投资者提供了一个重要的客观参考依据或范围。

基于公司自由现金流（FCFF）折现模型和市净率倍数法的联合估值模型：

公司自由现金流（FCFF）折现模型公式为：

市净率倍数法的模型公式为：

由公司自由现金流（FCFF）折现模型和市净率倍数法相结合的联合估值公式：

公式8-3中，表示联合估值结果；、为系数，分别反映资产质量和资产数量对资产现实价格的解释能力；和分别代表绝对估值和相对估值结果；为随机扰动项。

2. 实物期权定价模型的内涵、估价思路，该模型适用于哪些类型的公司估值？

实物期权定价模型考虑公司经营过程中的选择权和未来投资机会，把风险和不确定性看作一种期权，认为其具有很高的期权价值，从而对传统定价方法无法解决的不确定性价值和经营灵活性价值加以模型化和量化。

实物期权定价模型的估值思路为：公司价值由实体价值与期权价值两部分组成的。其中，实体价值又被称为稳定性收益，来源于公司原有资产的盈利能力，包括实体产品和持有债券等的收益；期权价值，是公司潜在投资带来的风险性收益，可被视为公司实物期权价值。

如公式8-4所示，为目标公司的整体价值；为目标公司的实体价值，风险性较小，受市场影响产生的波动较小，一般使用公司现有财务数据，可用现金流折现（DCF）法进行估算；为目标公司的期权价值，是对公司潜在投资带来的风险性收益的估值。

实物期权定价模型重点考虑了选择权或不同投资机会所创造的价值，在传统估值方法不太适用或很难适用时，期权定价模型可以以独特的视角达到理想的估值结果：（1）资产方的期权价值评估；（2）负债方的期权价值评估；（3）特殊类型公司的期权价值评估，包括高新技术公司、独角兽公司、濒临破产的公司、初创公司和并购中的公司等。

3. 布莱克-舒尔斯模型和二叉树模型的主要区别是什么？

表8-8是B-S模型和二叉树模型的主要区别。

**表8-8 B-S模型和二叉树模型的比较**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 比较因素 | B-S模型 | 二叉树模型 |
| 适用期权 | 欧式期权 | 欧式、美式以及复合期权 |
| 推导过程 | 极其复杂 | 相对简单 |
| 标的资产价格变化 | 连续 | 连续或离散 |
| 假设条件 | 苛刻 | 宽松 |
| 到期日 | 已知 | 已知或未知 |
| 评估精准度 | 较为精准 | 精准 |

4. 布莱克-舒尔斯模型和二叉树模型分别有哪些优缺点？

B-S期权定价模型和二叉树期权定价模型是两种互相补充的方法，均可应用于公司估值领域，甚至是资本定价及投资决策分析等投资活动。具有如下优点：（1）考虑了公司运营中的不确定性价值；（2）考虑公司的长期收益和经营灵活性价值；（3）实物期权定价模型把一个投资项目拆分为几个阶段。

但两者相比，二叉树期权定价模型在公司价值评估上的应用更为广泛。

与B-S模型相比，二叉树模型推导简单、易理解、使用范围更广、评估结果更精准、能运用于复杂期权的计算，因此成为全世界各大证券交易所的首选定价模型之一。

二叉树模型更符合标的资产期权的实际状况。现实中，公司的期权多是美式期权，并无固定到期日，而B-S模型只适用于欧式期权，有确定的到期日。二叉树模型假设在给定的时间间隔内，标的资产的运动只有上涨或下跌两种可能方向，并且可以把一个给定的时间段细分为更小的时间单位，因而适用于处理更为复杂的期权，更适用于用来评估公司价值。

5. 剩余收益的含义，如何计算剩余收益？

剩余收益（Residual Income，简称RI），指的是公司盈余减去正常资本成本后的剩余值，理论上，就是净利润减去创造净利润的股权资本的机会成本。剩余收益承认了创造利润的全部资本成本。

剩余收益明确扣除了股权资本成本，等于公司盈余减去所有资本成本（债权成本和股权成本），也等于公司净利润减去股权资本成本，其基本公式为：

公式8-14中，是期净利润，是期账面净资产，为股权要求回报率（也是折现率，股权资本成本）。

6. 剩余收益估值模型的假设、原理及优缺点分别是什么？

剩余收益估值模型有三大假设：

假设一：股利折现模型

股利折现模型是剩余收益估值模型建立的基础。股票价值的具体含义是上市公司未来经营期间的股利收益，这个含义是在股利折现模型中阐述的。股利折现模型的基本形式为：

公式8-15中，是股票的内在价值，为第期预期股利，为折现率。

假设二：干净盈余关系（Clean Surplus Rrelation）

干净盈余关系表示净利润、股利和账面价值之间的关系。长期来看，公司的期末账面价值只会受到期初账面价值、本期净利润、本期股利发放的影响。除了所有权交易外，股权期末账面价值等于期初账面价值加上净利润减去股利，具体关系为：

公式8-16中，是时期净资产账面价值，可视为时期留存收益。从公式8-16可以发现，上市公司发放股利不影响公司盈利能力，只会影响股权账面价值。

假设三：动态线性信息假设

Ohlson（1995）提出，剩余收益不仅受到会计变量以及非会计变量的影响，还满足自回归关系，即假设当期剩余收益与上一期剩余收益线性相关，下一期剩余收益受当期剩余收益影响。线性动态假设方程可以表示为：

公式8-17中，表示第期的剩余收益，表示期的非会计信息，和是随机干扰项；和表示0-1之间的系数。

剩余收益估值模型通过会计净资产和剩余收益来度量资产价值。剩余收益估值模型估价时，将上市公司股权内在价值视为如下两部分之和：

（1）公司股本权益的当期账面价值，即公司现在所拥有的资产价值

（2）公司预期未来剩余价值的现值，即公司利用现有的资产在未来创造的增值

换言之，在考虑货币时间价值以及投资者所要求的风险报酬情况下，将上市公司预期剩余收益按照一定的折现率进行折现以后加上当期权益价值就是股权的内在价值。

剩余收益估值模型公式为

当剩余收益估值模型评估上市公司每股价值时，股票的内在价值公式可以表达为：

公式8-19中，表示当前上市公司每股内在价值，表示当前每股账面价值，表示预期时间点时的每股剩余收益，表示股权投资的要求回报率（股权资本成本）。

7. 剩余收益估值模型主要适用于哪些类型的公司估值？

剩余收益估值模型最适用于如下几类情形：（1）公司不分配股利或者股利不可预测；（2）预测期内，公司的预期自由现金流是负数；（3）用其他折现方法预测终值时有巨大的不确定性。

8. 剩余收益估值模型有哪些不同的公式形式？

单阶段剩余收益估值模型公式可表示为：

多阶段剩余收益估值模型

或

对于持续剩余收益的假设有多种，Bauman在1999年提出一种有限预测期的剩余收益估值模型，模型假设在可预测期结束时，公司具有一定的高于账面价值的溢价（），此时，剩余收益估值模型可表述为：

或

另一个多阶段剩余收益估值模型假设ROE随时间推移衰减至股权资本成本。该模型明确假设每一期的ROE，直到ROE等于股权资本成本。剩余收益随时间衰减的剩余收益估值模型为：

公式8-26中，为持久性因子，其取值范围为[0 1]。持久性因子考虑了ROE在长期均值回归的情况下，假设ROE在一定时间后回归至股权资本成本，从而导致剩余收益衰减至零。

8. 经济增加值的含义、特点，如何计算经济增加值？

经济增加值（EVA）也称为经济利润，是指公司税后净营业利润（NOPAT）减去资本成本后的余额。最初的经济增加值主要作为衡量经济表现的指标。

经济增加值的特点：经济增加值指标最突出的特点是从股东视角定义公司的利润，股东财富增长成为关注中心，简言之就是倡导股东价值最大化。计算利润时，全面考虑公司的所有资本成本，同时从公司价值增值出发，对依据[一般公认会计原则](https://baike.so.com/doc/7018465-7241361.html" \t "_blank)得出的利润进行调整，以全面衡量生产经营周期内公司的真实价值，体现投资者能够获得的真实收益，客观反映公司的经济效益。

经济增加值的计算是经济增加值估值模型的重要前提，经济增加值的计算公式为：

公式8-27中，表示经济增加值；表示税后净营业利润，其值等于营业利润×（1-所得税率）；表示加权平均资本成本；表示年初资本总额，通常为股本账面价值加上有息负债。

经济增加值还等于公司收入减去运营成本和资本成本后所获得的超额收益，即年初资本总额乘以投入资本回报率和资本成本的差额。计算公式如下所示：

其中，

公式8-28和8-29中，表示经济增加值；表示年投入资本回报率；表示加权平均资本成本；表示年初资本总额；表示税后净营业利润。

9. 经济增加值估值模型的假设、基本公式及优缺点分别是什么？

经济增加值估值模型是基于剩余收益思想发展起来的价值评估模型，认为公司价值等于公司当前权益资本与所有未来经济增加值的折现值之和。使用该模型评估公司价值需满足如下假设：

（1）可持续经营。公司在未来不存在破产清算和大规模削减业务等情况，能以现有经营和技术持续平稳地开展业务。

（2）资本结构保持不变。公司在预测期中没有股权融资的计划，同时当旧债务到期之后会举借相同数额的新债务。

（3）外部环境平稳。政治经济等大环境保持基本稳定，确保资本成本率和折现率不变。

基于经济增加值的公司价值评估中，公司整体价值等于公司最初的资本投入量加上其预期的经济增加值的现值，即

经济增加值估值模型的基本公式可表述如下：

公式8-31中，表示公司整体价值；表示投资资本总额，表示初始投资总额；表示投入资本回报率；表示加权平均资本成本；表示收益年期。

经济增加值估值模型的优点：（1）原理易懂，基础数据易得；（2）客观反映公司价值，注重可持续发展；（3）将绩效评估与公司估值有效联系起来。

经济增加值估值模型的缺点：（1）经济增加值的准确计量难度较大；（2）经济增加值指标的有效性未得到有效验证；（3）无法评价公司的成长性。

10. 经济增加值估值模型主要适用于哪些类型的公司估值？

经济增加值模型的主要用途在于当现金流折现模型不能很好地发挥作用时，指标可以作为公司各个时期经营状况的衡量标准。

经济增加值模型比较适合高科技公司的估值。高科技公司的研发费用占比通常较大，对高科技公司来说，研发费用是对未来的重要投资，将会影响公司未来的增长潜力，经济增加值模型把研发费用进行调整并资本化比较符合高科技公司的特点。

经济增加值模型不适用于金融机构、新成立公司、周期性公司及资源型公司等的估值。

11. 经济增加值估值模型的基本公式有哪些扩展形式？

根据公司发展经营过程中的增长率变化，经济增加值估值模型通常可分为一阶段增长模型、两阶段增长模型和三阶段增长模型。

1.一阶段增长模型

一阶段增长模型适用于经营状况较为成熟，并处于稳定增长阶段的公司估值。此时公司经济增加值呈等比级数变化，在收益年期无限的条件下，采用经济增加值估值模型计算公司整体价值的公式如下：

2.两阶段增长模型

两阶段增长模型适用的公司，收益期限内的经营状况依次呈现出高速增长阶段和稳定增长阶段。在高速增长阶段，经济增加值的增长率较高且不稳定，稳定增长期阶段，经济增加值的增长率呈等比级数变化。

用于评估公司整体价值的两阶段经济增加值估值模型公式如下：

3.三阶段增长模型

三阶段增长模型为公司在收益期内依次呈现高速增长阶段、增长率下降的转换阶段和稳定增长阶段。用于评估公司整体价值的三阶段经济增加值估值模型公式如下：

# 第九章 投资建议与风险提示

1. 上市公司投资价值分析报告的投资建议主要包括哪些内容？

上市公司投资价值分析报告的投资建议主要股价趋势和投资评级。

2. 上市公司面临的风险有哪些？

根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书（2015年修订）》，可能直接或间接对上市公司生产经营状况、财务状况和持续盈利能力产生重大不利影响的风险因素包括但不限于如下内容：

（1）产品或服务的市场前景、行业经营环境的变化、商业周期或产品生命周期的影响、市场饱和或市场分割、过度依赖单一市场、市场占有率下降等；

（2）经营模式发生变化，经营业绩不稳定，主要产品或主要原材料价格波动，过度依赖某一重要原材料、产品或服务，经营场所过度集中或分散等；

（3）内部控制有效性不足导致的风险、资产周转能力较差导致的流动性风险、现金流状况不佳或债务结构不合理导致的偿债风险、主要资产减值准备计提不足的风险、主要资产价值大幅波动的风险、非经常性损益或合并财务报表范围以外的投资收益金额较大导致净利润大幅波动的风险、重大担保或诉讼仲裁等或有事项导致的风险；

（4）技术不成熟、技术尚未产业化、技术缺乏有效保护或保护期限短、缺乏核心技术或核心技术依赖他人、产品或技术面临被淘汰等；

（5）投资项目在市场前景、技术保障、产业政策、环境保护、土地使用、融资安排、与他人合作等方面存在的问题，因营业规模、营业范围扩大或者业务转型而导致的管理风险、业务转型风险，因固定资产折旧大量增加而导致的利润下滑风险，以及因产能扩大而导致的产品销售风险等；

（6）由于财政、金融、税收、土地使用、产业政策、行业管理、环境保护等方面法律、法规、政策变化引致的风险；

（7）可能严重影响公司持续经营的其他因素，如自然灾害、安全生产、汇率变化、外贸环境等。

3. 上市公司投资价值分析报告能否代替报告使用者的独立判断？

上市公司投资价值分析报告中的信息或所表达观点不构成所述上市公司股票买卖的出价、询价或对任何人的个人推荐，报告内容仅供报告使用者参考，不能仅依靠报告而取代行使独立判断。除非法律法规有明确规定，分析报告不对因使用该报告内容而引致的损失负任何责任。