

乘数估值法在证券市场股权估值中的应用 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/80/2021\\_2022\\_\\_E4\\_B9\\_98\\_E6\\_95\\_B0\\_E4\\_BC\\_B0\\_E5\\_c47\\_80670.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/80/2021_2022__E4_B9_98_E6_95_B0_E4_BC_B0_E5_c47_80670.htm)

内容提要：乘数估值法是在成熟的资本市场上最常使用的对公司股权进行估值的方法。本文的讨论涵盖了乘数估值法的内涵、主要的估值乘数及其应用、可比对象的选择、特点及其应用等相关问题，力图从理论和实践两个方面对乘数估值法进行较为深入的研究。根据著名投资银行摩根斯坦利添惠1999年的报告，成熟市场上证券分析师最常使用的估值方法是乘数估值法（超过50%的使用率），新近讨论最热烈的剩余收入估值法

（EVA）使用的概率只有30%多一点,而教科书上最常推荐的贴现现金流量法（DCF）只有不到20%的使用率。对于具体使用的估值乘数，除了市盈率（P/E）外，还有许多其他形式的估值乘数被广泛使用。相比之下，目前我国无论是在评估理论还是实践领域，对乘数估值法的认识都十分不足。例如，我国证券市场对股票进行估值，绝大多数情况下使用的乘数只有市盈率。本文拟从理论和实践两个方面对乘数估值法进行较为深入的研究。

一、乘数估值法的内涵乘数估值法又叫做相对价值法，主要通过拟估值公司的某一变量乘以估值乘数来进行估值。在对公司股权估值时，乘数估值法可以用下列公式表示： $V_y = I_y (V_x / I_x)$   $V_y$ :拟估值公司的股权价值. $I_y$ :拟估值公司的比较变量. $V_x$ :可比对象的股权价值. $I_x$ :可比对象的比较变量. $V_x / I_x$ :估值乘数.显然，确定适当的估值乘数是应用估值乘数法的关键。估值乘数既可以基于资产负债表，也可以基于损益表，甚至其他变量。事实上，Kamstra（2001）

的研究结果证明：公司的基本估值可以建立在任何相关变量与公司价值之间稳定长期的关系基础上。根据该研究可以推论，除了每股盈余、红利等传统的估值变量外，诸如销售收入、总资产、甚至互联网公司的网页点击率等变量都可以用来作估值公司的基本面。换句话说，只要估值变量与公司价值保持有相对长期稳定的关系，就可以作为估值乘数的备选变量。应该说，Kamstra（2001）的研究为估值乘数的确定提供了理论上的原则，而且其推论也是与下文讨论的实践中使用的估值乘数的多种多样性相一致的。

## 二、成熟市场上常用的估值乘数及其含义

成熟市场上，最常使用的估值乘数可以分为3类：基于公司市值（股票价值）的乘数；基于公司价值（股票 债务的价值）的乘数；与增长相关的乘数。

（一）基于公司市值的乘数

1. 市盈率（PER或者P/E）=公司市值/总的净利润=每股价格/每股盈余。
2. 价格/现金盈余乘数（P/CE）=市值/折旧分摊前的净收入。
3. 市值/销售收入乘数（P/S）=每股价格/每股销售收入。该指标经常用于估值互联网、通讯设备、公共交通及制药公司。
4. 格/含财务杠杆效应的自由现金流量乘数（P/LFCF）。其中，LFCF=息税前经营收入 折旧、摊销营运资本增加额在现行业务中的投资[1]。

另一个类似的乘数是：价格/可用于分配的资金乘数（P/FAD）。

5. 账率（P/BV）=市值/股权的账面价值=每股价格/每股账面净资产。在公司的固定增长率为g时， $P/BV = (ROEg) / (Keg)$ ，其中，ROE=净资产回报率；Ke=股权要求的回报率。该乘数最常用于进行银行估值。其他应用的行业还有纸浆业、房地产业和保险公司。保险公司经常使用这一比率的变体：市值/嵌入价值乘数，其中嵌入价值=股权价值 已签订

的保险合同的未来现金流量的现值。6. 价格/顾客数目乘数。在互联网公司和手机生产公司中经常使用。7. 价格/产品生产数目乘数。经常用于估值软饮料和消费品生产公司的价值。7. 价格/产品生产数量。经常用于估值水泥生产等公司。8. 价格/潜在顾客数目。有时用于互联网公司的估值。（二）基于公司价值的乘数1. 公司价值/息、税、折旧、摊销前盈余乘数（EV/EBITDA）。2. 公司价值/销售收入乘数（EV/SALES）。3. 公司价值/不含财务杠杆的自由现金流量乘数（EV/FCF）。其中，FCF=息前税后经营收入-折旧、摊销-营运资本增加额-在现行业务中的投资。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)