

基于 EVA 下的企业价值评估

——以云南白药集团为例

倪慧,顾盼,王韵,陈欣慰,孔梦珠,刘玮
(宿迁学院 商学院,江苏 宿迁 223800)

摘要:企业价值评估是为了衡量一个企业或经营单位在一定时期内的经营价值,并为管理者和投资者提供有效的价值。EVA 作为一种比较合理的价值评估方法,深受国内外各界的关注,但是由于研究时间的不足,它的适用性仍存在很大的争议。

关键词:EVA;价值评估法;云南白药集团;绩效管理;适用性

【DOI】10.12231/j.issn.1000-8772.2023.01.061

1 研究项目背景及意义

1.1 国内外研究状况

1.1.1 国外研究现状

1958年,米勒与莫迪利安妮提出了MM学说,对现代企业价值结构和企业人力资本结构三者间的相互关系作出详细说明。MM理论假设包括资本市场是最完善的,没有任何交易成本;信息来源是充分可靠的;公司面临的潜在经营管理风险也是完全可供评估的。但MM自身研究的方法局限性其实也是相当的大,它主要是从一个静态角度对公司资本的构成来加以分析,缺少动态性;同时,对企业的要求过于严苛,较难实施。

到了20世纪80年代,EVA被提出。紧接着EsaMakelainen教授对EVA做了较为全面的阐述,涉及EVA的基本理论背景、使用范畴、局限性、优越性等,这也是目前关于EVA的理论研究中较早形成的一个较为系统的理论体系。最后得出结果则是EVA指数较其他传统指数更能全面地体现企业经营的绩效。

1.1.2 国内研究现状

国内,EVA价值评估法的研究起步较晚,但发展却极其迅速。2011年,相关研究达到顶峰。主要集中在对EVA概念本身的研究以及它对企业价值评估的适用性上。随着对EVA研究的逐步深入,研究涉及的领域越来越广泛,研究也变得更加具体,部分企业开始尝试采用EVA对自身价值进行评判。

1.2 研究意义

EVA作为近两年发展趋势较好的一种价值评估方法,理应得到更多的应用。因此我们选定云南白药集团这个具有代表性的企业来分析EVA的适用性。希望通过个别案例形成一套适合于大多数企业的价值评估体系。

2 EVA的相关理论概述

2.1 EVA的概念

EVA是经济增加值模型(Economic Value Added)的简称,是斯恩特·斯图尔咨询公司开发的一种新型的价值分析工具和业绩评价指标,是一种根据剩余时间收益思想而发展出来的一种新型价值模式。该绩效指数最大的一个创新性在于它全面地考察了公司运作的全部资金成本,并且能够从促进公司价值的增长最大化,公司根据GAAP所确定的利润水平加以调节,从而最终能够更加全面地评估公司绩效。但是,EVA只解决了2/3的问题。所以,我们认为有必要借此机会来对我国当前公司业绩的综合考核评价体系的研究工作进行一个比较系统的反思,既要从中发现其研究相对于我国传统绩效评估指标体系研究的一些先进性,更要清醒地意识到它研究本身所存在的一些不足,为我们进一步建立完善企业绩效综合评估方法体系研究指明方向。

EVA的基本理念,即资本获得的收益至少要能补偿投资者承担的风险。也就是说,股东必须赚取至少等于资本市场上类似风险投资回报的收益率。

公式:经济附加值=税后净营业利润-资本总额×加权平均资本成本

当然我们也可以这么理解:当EVA>0时,企业创造价值;当EVA=0时,企业没有利得也没有损失;当EVA<0时,企业发生价值亏损。

2.2 EVA的计算

$EVA = NOPAT - TC \times WACC$

NOPAT:税后净利润;TC:资本总额;WACC:加权平均资本成本

2.2.1 税后净利润

税后净利润,是指除去利息收支的营业利润扣除实付的所得税之后的数额加上折旧以及摊销费用等等,然后再减去营运资本追加的投资。

2.2.2 资本总额

资本总额,即企业的所有者对企业投入的所有资本的账面价值的总额,资本总额包括股权资本和债务资本。为了让企业的资本总额更加符合实际情况,企业就会针对他们自身的情况而做出不同的会计科目调整。比如,研发费用、在建工程、各种准备金以及递延所得税资产和递延所得税负债等等。

2.2.3 加权平均资本成本

加权平均资本成本,就是按照各类资本所占总资本来源的权重加权平均计算公司资本成本的方法。资本总额包括普通股、优先股、债券及所有长期债务,计算时将每种资本的成本(税后)乘以其占总资本的比例,然后进行加总。

2.3 EVA 的价值评估模型

$$\text{企业价值} = \text{资本总额} + \sum_{t=1}^n \frac{\text{EVA}_t}{(1+r)^t}$$

根据企业类型分为零增长阶段模型、固定增长阶段模型、两阶段增长模型、三阶段增长模型。

零增长阶段模型是指企业未来每年的 EVA 保持不变,即增长率为零。此时因为 EVA 保持不变,所以企业的发展不容易受外界因素的影响。

固定增长阶段模型是指 EVA 在一定时期内以稳定的增长率上升。

两阶段增长模型将企业分为两个阶段,高速增长和稳定增长阶段。在高速增长阶段,企业每年都保持 EVA 的高速增长,直到企业趋向于稳定发展。

三阶段增长模型是将企业分为三个阶段:高速增长、过渡时期和稳定增长阶段。企业先每年保持 EVA 的高速增长,经过一定的时期过渡到稳定增长阶段。

而一般企业基本上都属三阶段增长模型,通过一定时期的发展企业逐渐步入稳定状态。因此,通过 EVA 的价值评估模型可以大致上分析出一个企业价值的基本状况。

3 EVA 下的云南白药集团的价值评估

3.1 云南白药集团简介

云南白药集团股份有限公司(股票简称“云南白药”,股票代码 000538,深圳证券交易所),前身是 1971 年 6 月成立的国营云南白药总厂。1993 年 5 月 3 日集团厂部实

施了现代企业公司管理制度的改造,组建了云南白药实业股份有限公司。

经中国证监会证监发审字(1993)55 号文批准,公司于 1993 年 11 月首次向社会公众发行股票 2000 万股,定向发行 400 万股,发行价格 3.38 元/股,发行后总股本 8000 万股。经中国证券监督管理委员会批准,1993 年 12 月 15 日公司社会公众股(A 股)在深圳证券交易所上市交易,内部职工股于 1994 年 7 月 11 日上市交易。

3.2 经营状况

自 2000 年至 2011 年,公司的净利润和销售收入复合增长率突破 25%,次年公司销售收入达到 1368682 万元。

云南白药近几年的盈利状况见表 1。

3.3 价值评估

2019 年 12 月,《汇桔网 2019 胡润品牌榜》发布,云南白药以 255 亿元品牌价值排名第六十六,上榜 2019 医疗健康品牌价值全国排名第一。

2020 年 1 月,上榜 2019 年上市公司市值 500 强,排名第一百二十。

就 2014 年至 2020 年来看:

(1)云南白药的营业收入、毛利以及营业成本呈上升趋势,毛利率与息税前利润率呈下降趋势。营业收入与营业成本上涨幅度较大,毛利则呈缓慢上升趋势。而毛利率与息税前利润率即使呈下降趋势,也是比较平稳的,没有大幅下降的现象,见图 1。

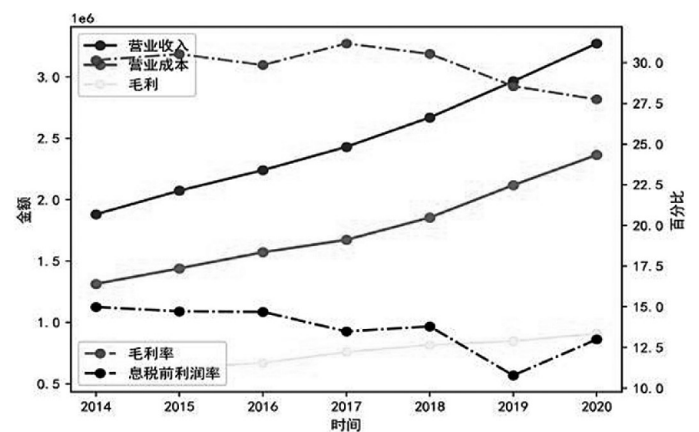


图 1

表 1

年份	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	利润总额 (亿元)	净利润 (亿元)	资产总计 (亿元)	负债合计 (亿元)	股东权益合计 (亿元)
2015	207.38	31.68	32.15	27.56	192.91	57.63	135.28
2016	224.11	33.26	33.98	29.31	245.87	87.43	158.44
2017	243.15	36.21	36.22	31.33	277.03	95.60	181.43
2018	270.17	37.03	36.97	34.80	539.48	139.43	400.06
2019	296.65	47.43	47.26	41.73	496.58	115.58	381.00
2020	327.43	68.12	68.01	55.11	552.19	168.75	383.44

摘自:中商产业研究院

(2)从现金流量方面来看,云南白药集团每年都会有一定的扩张性资本支出,且扩张性资本支出占比较大,相较于净合并额,可以看出企业投资更偏向于扩张性资本支出,也就是说企业的经营战略比较主动,以自身经营扩张为主。

构建两阶段模型的话,以2020年的自由现金流为基准,加上对未来五年每年增长、折现率等指标的数据进行假设,可以计算得出每股内在价值约为181.49元。企业发展前景以及企业价值还是非常可观的,见图2。

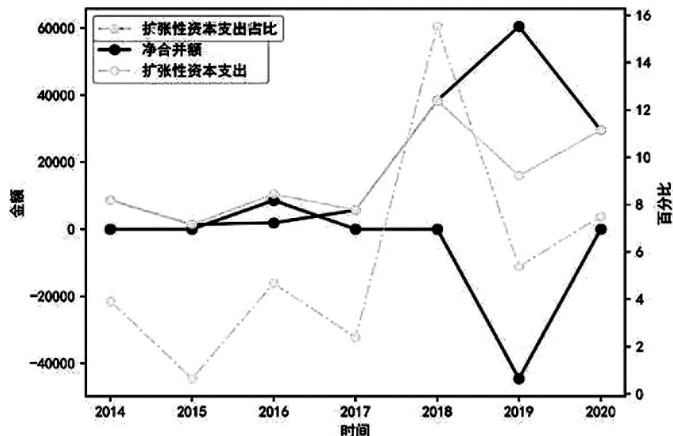


图2

2021年10月27日,企业公告,前三季度净利润24.51亿元,同比下降42.38%,其中第三季度净利润6.49亿元,同比下降63.94%;前三季度营业收入283.63亿元,同比增长18.52%,其中第三季度营业收入92.79亿元,同比增长9.98%。

3.4 适用性

(1)计算过去EVA。过去根据税后营业净利润和总资本投入的要求,加上加权平均资本成本计算公式,得到的EVA可以反映历史绩效,根据上述得到的EVA,企业可以对不同项目的投入做出一定调整,减少损失,提高投资回报率,见表2。

表2

两阶段模型	
2020年的自由现金流为基准	365,444.40
假设2021年_2025年每年增长	15.00%
2025年后每年增长	6.00%
折现率	8.68%
营运类资产的价值	20845583.02
加:金融资产	2848828.00
加:长期股权投资	32,895.00
减:企业债务	365,822.00
企业价值	23,361,484.022
少数股东比例	0.76%
归属于母公司股东的价值	23,183,902.962
股本(万股)	127,740
每股内在价值(元)	181.49

(2)预测将来EVA。结合企业追求卓越品质理念和科技创新发展的战略导向引领我国医药行业快速进入发展的新阶段,老龄化的趋势明显加快以及我国人口的持续高速增长等社会现状都要求在药品领域加快创新发展步伐以更好供应人民生活需要。云南白药作为云南省医药行业发展中重要的民营企业,其经营目标与经营模式应当迅速转变,与行业发展及政策要求相吻合。

(3)有助于调整企业投资方向,优化企业结构,提升企业发展质量。

4 结束语

本文通过EVA模型对云南白药集团内在价值进行评估,同时分析了其适用性:在对企业投资方向的决策、资本结构的调整、企业发展质量的提升上都有着重要的作用。

在研究的过程中,由于各方面的局限性,我们对经济增加值了解得还不够深入。同时预测将来的经济增加值是建立在过去数据的基础上,存在着一定的不确定性,这也是EVA在实际应用中需要改进的地方,同时也是日后研究的重点。

参考文献

- [1]霍明欣.基于EVA模式下的企业价值评估研究[J].金融经济,2019(18):100-101.
- [2]王韬.基于EVA的云南白药企业价值评估[J].河北企业,2019(1):25-26.
- [3]文丽.云南白药公司企业价值评估[J].万方数据2017:29-31.
- [4]张春明.基于EVA的企业价值评估[J].亚太经济,2007(2):90-92.
- [5]赵寒.EVA在企业价值中的应用[J].合作经济与科技,2020(15):114-116.

作者简介:倪慧(2002-),女,汉族,江苏南通人,本科,从事企业价值评估研究;顾盼(2001-),女,汉族,江苏扬州人,本科,从事企业价值评估研究;王韵(2001-),女,汉族,江苏南通人,本科,从事企业价值评估研究;陈欣慰(2001-),女,汉族,江苏扬州人,本科,从事企业价值评估研究;孔梦珠(2001-),女,汉族,江苏徐州人,本科,从事企业价值评估研究。