

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学 号: 17920111151034

UDC \_\_\_\_\_



廈門大學

硕士学位论文

## H 农村信用社估值研究

A Study on the Valuation of Rural Credit Cooperatives

张伟

指导教师: 李常青 教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2017年7月

论文答辩日期: 2017年8月

学位授予日期: 2017年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2017年8月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为( )课题(组)的研究成果，获得( )课题(组)经费或实验室的资助，在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。)

本人声明该学位论文不存在剽窃、抄袭等学术不端行为，并愿意承担因学术不端行为所带来的一切后果和法律责任。

声明人 (签名):

指导教师 (签名):



2017 年 8 月 27 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

2017年07月20日

## H 农村信用社估值研究

### 摘要

从长期来看，金融业的改革创新对冲银行业规模和利润增速调整，未来银行发展更加强调核心优势和差异化发展策略。在股票市场中，银行板块长期被低估模糊了市场行情，2014 年末开始，新一轮的牛市不断冲击高点，而银行板块首当其冲为其正名。目前，利率市场化加速推进，互联网金融蓬勃崛起，地方行政干预削弱，国家对银行业的准入门槛降低并且鼓励民间资本进入银行，未来银行业并购机会增加；产业资本流入，配套政策完善，并购需求逐步增加，银行业轰轰烈烈并购的现象可以开始想象。在这样的背景下，对金融机构的估值既影响到安全边际也关系到个体的未来发展。我国的金融机构中除了已经 IPO 上市的银行外，还存在很多未上市的银行类机构，例如支撑我国农村经济发展的农村信用社，其为农村的基础建设、企业融资、个体户经营提供了很多优惠和优质的银行服务，随着未来的发展，前景必然是一个逐步市场化的方向。在未来的经营之路上，准确科学地进行信用社估值，是非常关键的市场化基础，能够更好地服务于管理者、投资者及其他利益相关人。

本文通过选取贴现现金流量估值法、EVA 经济增加值评估法、市盈率估值法、市净率估值法，对 H 农村信用社进行估值分析，同时考虑到 H 农村信用社所处的宏观经济环境、银行业环境和自身的经营情况，通过对 H 农村信用社的分析，验证四种估值方法，最终得出信用社的价值。从估值结果和一元定价增资扩股失败的教训来看，建议 H 农村信用社以 0.54 元/股（参照市净率法得出）左右定价，能更加客观的反映农村信用社的价值，希望 H 农村信用社在未来增资扩股和进入资本市场时能以此为参考标准，使投资者也能分享到 H 农村信用社的发展成果。同时也给其他农村金融机构的评估实践提供一些思路。

**关键词：**农村信用社；价值评估；现金流折现；市盈率；市净率；EVA

## ABSTRACT

In the long term, financial reform and innovation is expected to hedge the size of the banking sector and profit growth adjustment, the future development of the bank more emphasis on core strengths and differences in development. In the stock market, the banking sector has long been underestimated blurred Market, by the end of 2014, a new round of bull market continued to hit the high point, while the banking sector to bear the brunt of its name. Currently, accelerate the interest rate market, Internet banking boom, local administrative intervention weakened, The country has lowered barriers to entry and encouraged private capital to enter banks, future mergers and acquisitions opportunities to increase. Industrial capital inflows, supporting policies to improve the increasing demand for mergers and acquisitions. The phenomenon of banking mergers and acquisitions can now begin to imagine. In this context, the valuation of financial institutions not only affects the safety margin is also related to the future development of individuals. In addition to the Listed Banks, there are a lot of unlisted banking institutions, for example, rural credit cooperatives supporting the development of rural economy in China, it provides a lot of preferential and high-quality banking services for the rural infrastructure, corporate finance, self-employed business, with the development of the future is bound to be a gradual market-oriented direction. In the future of business, accurate and scientific evaluation of credit cooperatives, is a very critical market-based, to better serve managers, investors and other stakeholders.

In recent years, China's stock market has entered a new stage of development, the total market value of the stock market and participants are rapidly increasing. At present, the valuation of unlisted companies in China has just started, Relevant theories and knowledge is not much, and the valuation of unlisted financial institutions is blank. How to evaluate the value of the listed companies is a topic worthy of study. At the same time to avoid excessive speculation and irrational ups and downs, is of great significance. China's rural population, In this paper, the value evaluation of the rural credit cooperatives can provide some ideas for the evaluation

of other rural financial institutions. In addition, the industry analysis, strategic analysis and Valuation Research in this paper hope to provide some useful reference for the company's value measurement management.

**Key words:** Rural Credit Cooperatives; Evaluation of Value; Discounted Cash Flow; PE Ratio Valuation; P/B Ratio; EVA Valuation

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目录

<b>1 引言</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景及意义	1
1.2 研究内容与研究方法	2
1.2.1 研究内容	2
1.2.2 研究方法	4
<b>2 价值评估理论与方法回顾</b>	<b>5</b>
2.1 价值评估的理论沿革	5
2.2 价值评估方法	7
2.2.1 多种评估方法的比较	9
2.3 VC、PE 对投资项目的估值的实际应用	10
<b>3 宏观经济环境分析</b>	<b>11</b>
3.1 宏观经济现状分析和展望	11
3.1.1 国际宏观经济现状及发展分析	11
3.1.2 国内宏观经济现状及发展分析	12
3.2 宏观经济政策对农村信用社发展的影响分析	14
<b>4 农村信用社行业分析</b>	<b>17</b>
4.1 中国农村信用社的发展现状	17
4.2 农村信用社行业面临的挑战	18
4.3 应对策略	21
4.4 农村信用社转型的新契机	22
<b>5 H 农村信用社情况介绍</b>	<b>25</b>
5.1 H 农村信用社概况	25
5.2 H 农村信用社的经营模式	25
5.3 发展战略规划	27
<b>6 H 农村信用社财务分析</b>	<b>31</b>
6.1 资产分析	31
6.2 盈利与增长能力分析	33

6.3 负债分析 .....	34
6.4 未来财务情况预估 .....	37
<b>7 H 农村信用社的价值评估方法选择及应用 .....</b>	<b>39</b>
7.1 我国农村信用社估值的特殊性及问题 .....	39
7.2 H 农村信用社增资扩股定价教训 .....	40
7.3 现金流折现估值法评估 H 信用社企业价值 .....	41
7.3.1 评估预测期 .....	42
7.3.2 评估模型 .....	42
7.3.3 估算 $\beta$ 值 .....	43
7.4 市盈率估值法评估 H 信用社企业价值 .....	46
7.5 市净率估值法评估 H 信用社企业价值 .....	49
7.6 EVA 估值法评估信用社企业价值 .....	51
7.7 现金流折现法、市盈率法、市净率法和 EVA 法评估结果的比较 .....	53
<b>8 结论与展望 .....</b>	<b>55</b>
<b>附录 .....</b>	<b>56</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>62</b>
<b>致谢 .....</b>	<b>63</b>



## Contents

<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research background and significance.....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 The research content and research methods.....</b>	<b>2</b>
1.2.1 Research content .....	2
1.2.2 Research methods .....	4
<b>2 Corporate valuation methods and methods review.....</b>	<b>5</b>
<b>2.1 The theory evolution of value assessment .....</b>	<b>5</b>
<b>2.2 Valuation methods .....</b>	<b>7</b>
2.2.1 Comparison of various evaluation methods .....	9
<b>2.3 The practical application of valuing capital investment project from         VC and PE.....</b>	<b>10</b>
<b>3 The influence of macro economy on the development of rural credit cooperatives.....</b>	<b>11</b>
<b>3.1 Analysis of macroeconomic situation and development prospect .....</b>	<b>11</b>
<b>3.2 Analysis of the impact of macroeconomic policies on the development of rural credit cooperatives.....</b>	<b>14</b>
<b>4 Introduction of rural credit cooperatives... </b>	<b>17</b>
<b>4.1 The development of rural credit cooperatives in China.....</b>	<b>17</b>
<b>4.2 The development of rural credit cooperatives in China.....</b>	<b>18</b>
<b>4.3 Challenges faced by rural credit cooperatives .....</b>	<b>21</b>
<b>4.4 A new opportunity for the transformation of rural credit cooperatives .....</b>	<b>22</b>
<b>5 The introduction of the HCC.....</b>	<b>25</b>
<b>5.1 The general situation of The H RCC.....</b>	<b>25</b>
<b>5.2 The business model of The H RCC .....</b>	<b>25</b>

5.3 Strategic Plan .....	27
<b>6 Financial analysis of H rcc.....</b>	<b>31</b>
6.1 H RCC Asset analysis.....	31
6.2 Analysis on the profitability and growth ability of H RCC .....	33
6.3 H RCC liabilities analysis .....	34
6.4 Prediction of future financial situation of H RCC.....	37
<b>7 Choose and apply the method of evaluation value of the H RCC.....</b>	<b>39</b>
7.1 The particularity of China's RCC valuation and problem .....	39
7.2 Pricing experience of the increase stock capital for H RCC.....	40
7.3 Applying discount cash flow method on evaluation to evaluate the enterprise value of the H RCC.....	41
7.3.1 Assessment of forecast.....	42
7.3.2 Evaluation model.....	42
7.3.3 To estimate the $\beta$ .....	43
7.4 Applying P/E ratio approach to evaluate the enterprise value of the H RCC .....	46
7.5 Applying P/B ratio approach to evaluate the enterprise value of the H RCC.....	49
7.6 Applying EVA valuation method to evaluate the enterprise value of the HRCC .....	51
7.7 Comparing the results of the assessment from discount cash flow method onevaluation、P/E ratio approach、P/B ratio approach and EVA valuation method.....	53
<b>8 Conclusion and prospect.....</b>	<b>55</b>
<b>Appendix.....</b>	<b>56</b>
<b>References .....</b>	<b>62</b>
<b>Acknowledgments.....</b>	<b>63</b>

## 1 引言

### 1.1 研究背景及意义

自从 1978 年党的十一届三中全会确定了我国经济体制向市场化方向发展和改革的重要工作后，我国金融体系发展日益完善和繁荣，已然成为了现代经济中维持社会生活的命脉和媒介，发挥着不可估量的作用。完整的金融体系必然需要多样化的金融机构进行填充，国有大型商业银行、股份制银行、城市商业银行、农村信用社及其他政策性银行构成了多层次的银行业格局。自我国 2001 年成功加入 WTO 后，市场在资源配置中起决定性作用更是加速了我国银行业金融机构体系的深化改革。近期的中央金融工作座谈会也多次提及“十三五”规划中要求推进金融改革与创新的工作。我国是农业大国，农村人口大约占到总人口的 50.32%，农村金融体系的优化改革是金融改革的重中之重。如何使金融机构更好地服务于三农，增强农村金融资源的配给，为农村基础设施建设、农户经济发展、乡镇企业振兴，提供更多的金融服务，使三农经济又好又快的发展。

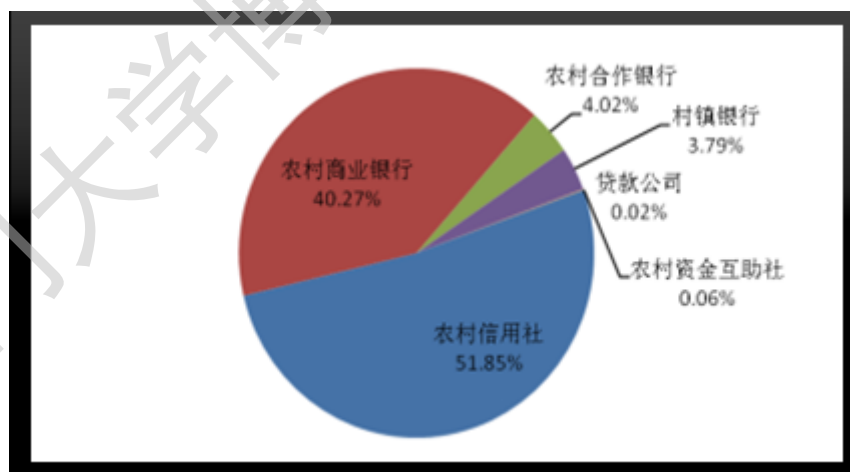


图 1-1 2016 年末涉农金融机构营业网点分布图

从图 1-1 农村金融机构网点来看，截至 2016 年末，主要农村金融机构营业网点总数为 81397 个，其中农村信用社网点数为 42201 个，占比为 51.85%，排名第一。一直以来，农村信用社是中国农村金融体系的重要力量，我国农业发展、

农民增收、农村稳定的大局很大一部分的因素取决于农村信用社经营水平的提升，深化农村信用社改革，提升农村金融服务水平，势在必行。但是，从 1977 年恢复起，农村信用社就存在产权不清、不良资产负担过重、资金大量流失的问题，已严重制约了其正常发展与生存。在改革开放的长河中，我国农村信用社的治理结构和经营管理已经得到了一定的改善。但如何进一步对农村信用社进行改制重组，充分发挥农村信用社在农村金融中的重要力量和联系农民的金融纽带作用，更好地支持农村经济结构调整，是农村金融的根本性重要工作。2010 年，银监会曾明确表示在未来将用五年左右的时间，使农信社股份制改革基本上完成。农村信用社即将迈入崭新的时代，迎来新的机遇期。那么，在农村信用社的股权得到优化改革的同时，其自身的治理结构及管理制度也应该推陈出新，具备与其现阶段相契合的评估手段和方法是农村信用社管理发展的基本。因此，我们有必要对农村信用社的价值评估工作开展深入研究。

本文研究的主要意义在于：根据图 1-1 数据显示，我国农村信用社在整个农村金融市场中仍处于绝对重要的位置，是农村金融体系的重要力量。在我国“三农”政策的开展过程中，社会主义新农村的经济建设、农村乡镇中小企业的发展都离不开农村信用社的金融支持。农村信用社的深入改革是农村金融的客观需求，而在此基础上，改革后农村信用社自身的治理和经营是其工作的重中之重，其中农村信用社价值评估是管理者以及股权所有者开展管理工作的前提条件。只有明晰自身的价值，管理者、股东才能够更加准确地设定绩效目标，针对薄弱环节提高管理水平，使得信用社能够更加精准地实现经营目标以及战略帷幄。只有适当的价值评估，才能使得利益相关者进行更加合理的资源配置，优化整个农村金融体系的质量。

## 1.2 研究内容与研究方法

### 1.2.1 研究内容

本文整体分为两大部分。第一部分主要是以分析公司价值评估的基本相关理论为主，同时介绍了农村信用社价值评估及估值方法选择。第一部分主要分析了四种企业价值评估方法：贴现现金流量法、EVA 经济增加值评估法、市盈率法、市净率法。贴现现金流量法从企业的内在价值出发，根据企业未来产生的现金流

量计算出企业的价值；EVA 法在全面考虑公司的收益成本后，通过企业财务报表数据计算得出企业实际的经济价值；市盈率、市净率法通过公司类比，寻找相关相似或者相近的企业进行类比从而计算得出企业的价值。四种方法各有侧重，均从不同的角度去分析企业的价值，彼此之间相辅相成，相得益彰。第二部分主要是四种企业价值评估法在农村信用社估值的案例分析，通过对 H 农村信用社的分析，验证四种方法在 H 农村信用社估值的应用，最终得出 H 农村信用社的价值。

具体而言，论文共八章，第一章为引言，从我国金融体制改革出发，主要介绍了本文的研究背景和研究意义。第二章为企业价值评估理论的沿革，在梳理相关价值评估文献的基础上，对传统的企业价值评估方法进行了概括。第三章为宏观经济对农村信用社发展的影响，通过宏观政策预计未来农村信用社的发展方向。第四章为农村信用社的行业情况介绍，通过目前农村信用社目前发展现状，发现行业存在的问题，指出应对策略和新的方向。第五章为 H 农村信用社的概况、经营模式及未来发展规划。第六章通过对 H 农村信用社的财务分析，看出其自身的优劣在哪里，在未来的经营中不断调整定位。第七章为 H 农村信用社企业价值评估方法的选择及应用，通过实例来说明四种方法如何运用到农村信用社的价值评估中，并对四种方法进行了比较分析。第八章为结论与展望，对文章进行了分析总结，并提出了今后的研究展望。具体研究框架如图 1-2 所示。

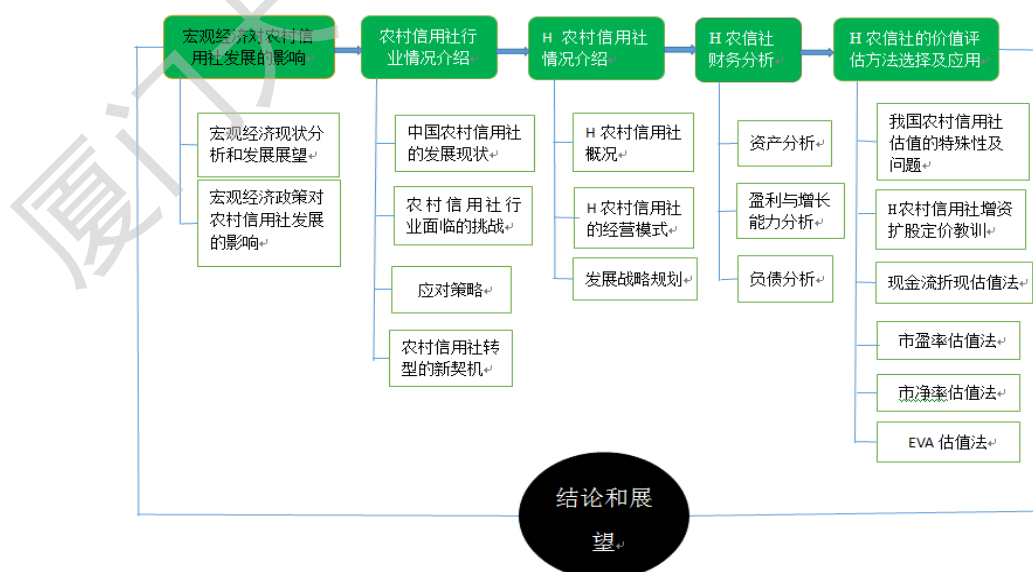


图 1-2 本文分析框架图

### 1.2.2 研究方法

为了对农村信用社进行正确的估值，本文通过理论联系实际，在对价值评估理论文献总结的基础上，对农村信用社价值评估的问题采用了现金流估值法、EVA 估值法、市盈率估值法、市净率估值法，并通过对 H 农村信用社的案例分  
析，比较四种方法具体在农村信用社估值方面的应用。

通过以上分析，使投资者能够更好的了解农村信用社的价值所在，同时也能让管理者更好的进行企业战略规划和进行相关的战略制定。

## 2 价值评估理论与方法回顾

### 2.1 价值评估的理论沿革

企业价值评估相关理论发展最早可追溯至 20 世纪初，经济学家 Irwin Fisher (1906)在其发表的《资本和收入的性质》中提出资本价值理论，认为资本价值是收入的资本化或折现值，即一切资本的价值都源于其能产生的未来预期收入，并且探求到利息率与资本价值呈反向关系。这一思想为其后期 1930 年发表的《利率理论》中现金流量贴现模型奠定了基础。Fisher 指出企业的预期现金流，持续时间以及风险利率是企业价值增长的重要影响因素。之后 1934 年 Benjamin Graham & David Dodd 出版的《证券分析》及 1938 年 John Burr Williams 出版的《投资价值理论》都提出了折现思想评估证券价值，为证券分析的股息贴现模型和自由现金流量模型等做出了卓越贡献。在此基础上，Harry Markowitz 1952 年提出了推动现代资产定价理论的资产组合理论，在投资者效用问题上引入了不确定性条件。William Sharper 将其简化形成资产定价均衡模型—CAPM。1961 年 Modigliani Miller 总结归纳出四种价值评估模型：投资机会法、股利贴现法、现金流量贴现模型以及净收益现金流法。Tom Copeland、Tim Koller 以及 Jaek Merlin 于 1986 年出版的《价值评估—公司价值的衡量与管理》著作中明确提出了经营活动现金流对于企业价值的重要性，认为企业价值取决于其现金流量以及投资回报能力，建立了估值模型<sup>[2]</sup>。至此国外价值评估理论的研究基本成形。

在此估值理论的基础上，许多学者将其延伸至其他定价和评估的领域。Myers 曾于 1974 年提出调整现值法（APV）得到众多学者推崇，但由于其方法本身琐碎复杂，效果预期较差逐渐衰败。20 世纪 80 年代末美国学者以 Black 和 Schoels 提出的实物期权定价方法为代表，使估值理论在企业战略管理的方向进一步延伸。并且经过 Morton(1987)，Bradley & Myers(1991)等多位学者努力，实物期权理论在评估工作中得到了认可，形成了 Black-Scholes 期权模型，具有不可替代的意义。后期一些学者发展现金流量折现法和价格乘数法进行价值评估。企业价值评估的理论大致分为绝对估值理论（现金流折现法、资产价值法、期权定价法）和相对估值理论（市盈率法、市净率法及 Tobin'Q 值）<sup>[3]</sup>。

国内关于企业价值评估的研究,理论层面主要是对国外已成熟的研究成果进行综述研究如汪平(1999),以准确把握价值评估的内涵与发展,进而能够更好地进行实际的应用研究。国内学者大多对国外学者提出的估值方法进行本土适用性分析,如王少豪(2002)分析高新技术企业价值评估的特性以及方法运用。通过结合国际上关于上市公司估值的成熟经验和我国高科技企业的特点,分析了价值评估法在高科技企业中的应用以及优缺点。关于金融企业价值评估理论方法应用,随着经济金融改革热,近年来也有很多学者对其进行了探析。如钟锦(2006)提出了商业银行的价值评估方法创新等[4]通过结合商业银行的实际情况,通过比较银行和普通企业的不同,在运用收益现值法进行价值评估并不能很好的分析银行的价值,在价值过程中还应该考虑银行信誉、客户资源、制度资源等才能更好的估计银行的真正价值。如郑水文(2006)利用了修正的P/B模型和股权自由现金流贴现模型从权益价值内外部因素角度进行评估。于渤、高印朝(2007)构建了收入和资产波动模型修正后的剩余收益评估模型并进行了实证检验。房芳(2008)利用主成分分析提取主要影响因素后构建了商业银行IPO的定价方程。宋之松(2009)探究了商业银行现金流的估算并进行了检验。张银(2010)使用了收益-实物期权理论模型下股权自由现金流量和实物期权法进行华夏银行评估分析。何欣(2010)对国有商业银行以盈利能力和成长能力为基础价值,结合战略品牌、溢价效应等通过剩余收益模型确定商业银行价值影响因素。到目前为止,我国对于金融行业的价值评估以商业银行为对象的居多,方法应用方面涉及到了剩余收益模型、期权定价模型、股权现金流贴现模型、实物期权模型等,结合金融企业的资产结构和盈利模式的特殊性,传统价值评估方法具备可行性的同时也存在一定的缺陷,对其价值评估的研究仍具有很大的挑战性。针对我国十三五规划重点发展农业的概要,想发展农业必须要金融要给予更多的支持,而在农村拥有众多网点的农村信用社,将迎来重大的发展机遇,之前很少关注信用社是因为信用社内部治理混乱,贷款坏账率高,政府干预过多等因素导致信用社价值低,随着国家大力发展农村普惠金融的指导意见,农村信用社迎来发展机遇期,很多机构投资者纷纷利用股改的时机投资农村信用社,但在投资过程中针对农村信用社用什么方法估值,目前还没有一套系统的方法,结合上述研究者的研究,利用股权现金流估值法和市净率估值法相结合,同时在估值过程中还应该考虑银行信



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库