

学校编码: 10384
学号: 17620061151343

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

基于 EVA 估价模型的我国互联网企业
价值评估研究

Valuation Study of Chinese Internet Company
Based on EVA Valuation Model

王聪儿

指导教师姓名: 熊英子 副教授

专业名称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘 要

在互联网产业高速发展的今天，互联网企业的上市融资、并购重组、寻求风险投资等一系列产权交易活动频繁开展，而互联网企业的价值评估是研究上述资本活动能否实现的核心问题之一。作为一种特殊的组织形式，规模效应对互联网企业的持续发展有着极其重要的意义，因为只有企业规模达到一定程度后才能带来经济效益的快速提高，而规模的扩大又必然要求大量的资金投入，处于高风险行业的互联网企业融资渠道相对狭窄，一般先通过获取风险投资，接着通过 IPO 撤出风险资金并进行权益融资。因此，股东价值的倡导在互联网企业显得尤为重要，而关注会计利润等传统财务指标的一般价值评估模型表现出了局限性。

考虑上述背景，笔者尝试将 EVA 估价模型运用到互联网企业价值评估领域。EVA 最大优点在于从股东财富增长的角度定义企业价值，关注企业成长性和盈利性。全文以互联网企业的特殊性为逻辑起点，围绕应用 EVA 估价模型评估互联网企业价值问题展开。在研究方法上，采用案例型实证研究法，以网易公司为例对其展开价值评估。研究过程中，为阐明 EVA 估价模型在互联网企业价值评估领域相比于传统估价模型的优势，分别运用 EVA 模型、DCF 模型和 P/E 模型评估网易公司 2006 年初的股权价值。研究结果表明，在互联网企业价值评估领域，EVA 估价模型是比传统估价模型更有效的估值工具。

在内容安排上，全文共分五大部分：第一部分绪论，介绍了选题背景、目的及研究框架；第二部分阐述了互联网企业相关问题，包括互联网企业的界定及其特殊性；第三部分介绍了 EVA 理论，并将 EVA 与一般价值评估方法、与现行互联网企业价值评估方法分别进行了比较分析；第四部分是本文创新和重点所在—实证研究了基于 EVA 估价模型的互联网企业价值评估问题；第五部分是结论，提出了本文的结论及存在的不足，以求研究严谨。

关键词：EVA；互联网企业；价值评估

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

With the rapid growth of internet industry, property trading activities among internet companies have flourished, such as listing、merging and restructuring、seeking venture capital, etc. One of the core issues is the internet company's evaluation. As a new organization, scale effect is extremely important to internet company development, for only reaching a certain size can the company gets increased in its profit. However, large capital investment is in need as the company expands its size, and because of high risk, the usual financing channel for internet company is equity financing. So, the most important thing in evaluating an internet company is shareholder's value, and traditional valuation model, which pay much attention to accounting indicators show their limitations.

Based on above-mentioned background, I try to use EVA to value internet companies. The biggest advantage of EVA indicator is that it values the company on the behalf shareholder's interests, and pays much attention on companies' growth and profitability. The paper starts with the specificities of internet companies, and focus on applying EVA valuation model to internet companies. The main methodology employed is case-based empirical study, and comparative analysis between EVA, DCF and P/E valuation model is also used to show the priority of EVA in internet companies' evaluation. The result shows that EVA model makes the best estimate.

The whole paper contains five parts. The first part is introduction and research frame. The second part is the definition and characteristics of internet companies. The third part is the expounding of EVA theory. In this part, EVA is compared with normal valuation theory and popular valuation model of internet companies. The fourth part is the pivot of the paper, it applies EVA valuation model to estimate the value of NetEase Inc. The final part is the conclusion and limitations of the research.

Key Words: EVA; Internet Company; Evaluation

目录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景和目的	1
第二节 研究内容和框架	2
第二章 互联网企业概述	4
第一节 互联网企业定义	4
第二节 互联网企业特点	4
第三章 EVA 与价值评估理论	8
第一节 EVA 概述	8
第二节 EVA 与一般价值评估方法比较分析	15
第三节 EVA 与现行互联网企业价值评估方法比较分析	16
第四章 基于 EVA 估价模型的网易公司价值评估	20
第一节 企业价值评估流程	21
第二节 网易公司介绍	22
第三节 EVA 评估 2006 年初网易公司价值	25
第四节 DCF 评估 2006 年初网易公司价值	32
第五节 P/E 评估 2006 年初网易公司价值	33
第六节 估值结果比较	33
第七节 EVA 估值模型评估 2009 年初网易公司价值	34
第五章 结论与不足	39
参考文献	40
后记	44

Contents

Chapter1 Introduction.....	1
Section1 Background and Objective of the Research	1
Section2 Contents and Framework of the Research.....	2
Chapter2 Overview of Chinese Internet Company	4
Section1 Definition of Internet Company	4
Section2 Specificity of Internet Company	4
Chapter3 EVA and Valuation Theory	8
Section1 Reviews on EVA.....	8
Section2 Compare EVA with General Valuation Method	15
Section3 Compare EVA with Existing Internet Valuation Method	16
Chapter4 Evaluation of NetEase Inc. Based on EVA Valuation Model	20
Section1 Process of Company Value Evaluation.....	21
Section2 Introduction of NetEase in 2006.....	22
Section3 EVA Model to Access the Value of NetEase in 2006	25
Section4 DCF Model to Access the Value of NetEase in 2006.....	32
Section5 P/E Model to Access the Value of NetEase in 2006.....	33
Section6 Comparison of Valuation Results	33
Section7 EVA Model to Access the Value of NetEase in 2009	34
Chapter5 Conclusion and Limitations.....	39
Reference.....	40
Postscript	44

图表目录

图 1-1 本文研究框架与流程	3
图 2-1 互联网企业成长模式	6
图 2-2 新技术成功扩散过程	6
图 4-1 分析方法	20
图 4-2 企业价值评估流程	21
图 4-3 网易公司主要业务组合	22
图 4-4 2000 年 6 月—2008 年 12 月网易股价走势	23
表 4-1 2001—2005 年网易公司各业务收入及增长率	25
表 4-2 2006—2013 年网易公司各业务增长率预测	27
表 4-3 2006—2013 年网易公司各成本费用项目结构	27
表 4-4 2005 年研发费用摊销额计算	28
表 4-5 2006—2013 年各年研发费用及摊销	29
表 4-6 2006—2012 年网易公司 EVA 现值	31
表 4-7 永续增长期网易公司 EVA 现值	31
表 4-8 EVA 估值结果	31
表 4-9 网易公司 2006—2013 年自由现金流量预测	32
表 4-10 永续增长期现金流量现值	32
表 4-11 DCF 法估值结果	33
表 4-12 2006 年初 NASDAQ 市场上中国网游公司市盈率	33
表 4-13 2006—2008 年网易公司各业务收入及增长率	34
表 4-14 2009—2013 年网易公司各业务增长率预测	35
表 4-15 2009—2014 年网易公司 EVA 现值	36
表 4-16 永续增长期网易公司 EVA 现值	36
表 4-17 EVA 估值结果	36
表 4-18 2009 年网易股权价值敏感性分析	37

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

第一节 研究背景和目的

2004年8月，全球最大网上书店亚马逊欲以1.5亿美元的价格收购当当网70%—90%的股份，遭当当网拒绝。同年8月，亚马逊转身以7500万美元的价格收购了在规模、经营模式上都与当当几乎相同的卓越网。2008年2月1日，软件业巨头微软宣布以446亿美元的价格收购雅虎，该价格较前一天（2008年1月31日）的收盘价溢价62%，雅虎却称微软的报价低估了其价值。互联网企业的价值究竟该如何评估？从互联网企业产生以来，这一问题就一直困扰着人们。

世界互联网产业兴起于二十世纪九十年代中期，经过短短十几年发展，其所发挥的力量已经并将进一步深刻改变人们工作、生活、娱乐的方式。素有“互联网教父”之称的Vinton Cerf说^[1]：“在这个星球上，互联网已经同水、空气和核能源一样，拥有无限未被发现的潜力。”

中国的互联网经济虽然起步晚于西方，但发展迅猛，潜力不容置疑。中国拥有持续不断的经济增长和数量庞大的互联网用户群（见表1-1）。据中国互联网络信息中心（CNNIC）调查统计^[2]：截止2008年12月底，中国网民人数已经达到2.98亿，互联网普及率为22.6%，首次超过21.9%的世界平均水平。按照世界互联网产业发展规律，这说明互联网的扩散在中国已突破临界点，正处于强劲增长的阶段。

表 1-1 2005 年 06 月—2008 年 6 月中国网民规模

单位：亿人

时间	2005.06	2005.12	2006.06	2006.12
网民人数	1.03	1.11	1.23	1.37
时间	2007.06	2007.12	2008.06	2008.12
网民人数	1.62	2.10	2.53	2.98

资料来源：历次中国互联网络发展状况统计报告，www.cnnic.com.cn.

随着我国互联网经济的飞速发展，中国互联网企业在金融场所发挥的影响力亦越来越大，收购、兼并、上市、重组等资本运作活动日见频繁：盛大收购锦

天科技，腾讯控股深圳网域，巨人网络、阿里巴巴等先后在 NASDAQ 和香港上市，TOM 在线从美国 NASDAQ 及香港联交所退市……无疑，确定一套合理而有效的互联网企业估值体系显得十分重要而紧迫。

从 1958 年 Modigliani 和 Miller 两位教授提出无公司税条件下，公司资本结构无关论以来，现代意义上的企业价值评估理论已整整发展半个世纪之久，基本形成了一套对传统产业行之有效的价值评估理论。然而，面对互联网企业这样一种全新的组织形式，原有的价值评估理论却受到了前所未有的挑战。与传统企业不同，互联网企业的生存和发展很大程度上依赖规模效应，只有当用户规模达到一定程度后才能带来经济效益的快速提高。而用户规模的扩大又势必要求大量的资金投入^①，对处于风险尖端的互联网企业而言，银行贷款、发行债券等传统融资渠道往往难以实现，能支撑其持续发展的资金来源多为权益融资。因此，在评估互联网企业价值时，对权益价值的准确估量非常重要。而传统估值模型多关注在基于财务报表的会计利润，未能对股东价值进行合理的评估。EVA 思想的不同之处在于从股东财富增长的角度评估企业价值，它不仅考虑了企业的债务成本，更衡量了权益成本；不仅计算企业当前营运价值，更注重其未来成长能力。无疑，EVA 模型的上述优势正适应了互联网企业这种特殊组织形式的估值需要，两者的结合相得益彰。

考虑到互联网企业的特殊性和 EVA 模型的优越性，本文尝试运用 EVA 估价模型来研究中国互联网企业的价值。就笔者所涉猎的相关资料，这在当前还是一个相当前沿而颇具实践意义的探索，因而不失为一项充满趣味性和挑战性的课题。希望通过本文的探讨，能推动 EVA 模型在互联网估值领域的应用，并能为互联网投资者提供一种新的决策工具。

第二节 研究内容和框架

在内容安排上，本文共分五大部分：第一部分为绪论，介绍了选题背景与意义，研究内容与框架。第二部分阐述了互联网企业相关问题，包括互联网企业的界定及我国互联网企业特点。第三部分介绍了 EVA 相关内容，包括 EVA 的理论背景、计算及估价模型等，并从理论角度将 EVA 与一般价值评估方法、与现行互联

^① 互联网企业规模通常以其用户规模大小来衡量。

网企业价值评估方法分别进行了比较分析。第四部分是本文创新和重点所在，从实证角度运用 EVA 估价模型评估了网易公司价值。该部分分为两个阶段：第一阶段，通过分别运用 EVA、DCF 和 P/E 估价模型评估网易公司 2006 年初价值，说明 EVA 在评估互联网企业时比传统估值模型更具优势；第二阶段，运用 EVA 估价模型进一步评估了网易公司 2009 年初的价值，以给当前的投资决策提供一定的借鉴。第五部分是结论，总结了本文的研究成果并指出了的不足。

事实上，没有一种模型能达到精确估值的目的，对互联网企业这样一类特殊的企业进行评估更容易产生较大的误差，但任何理论总是在不断探索中逐渐完善，尽管信息短缺等原因阻碍了评估结果的准确性，但本文想强调的不是估价所得到的具体数值，而是运用 EVA 模型评估互联网企业价值的整个过程。

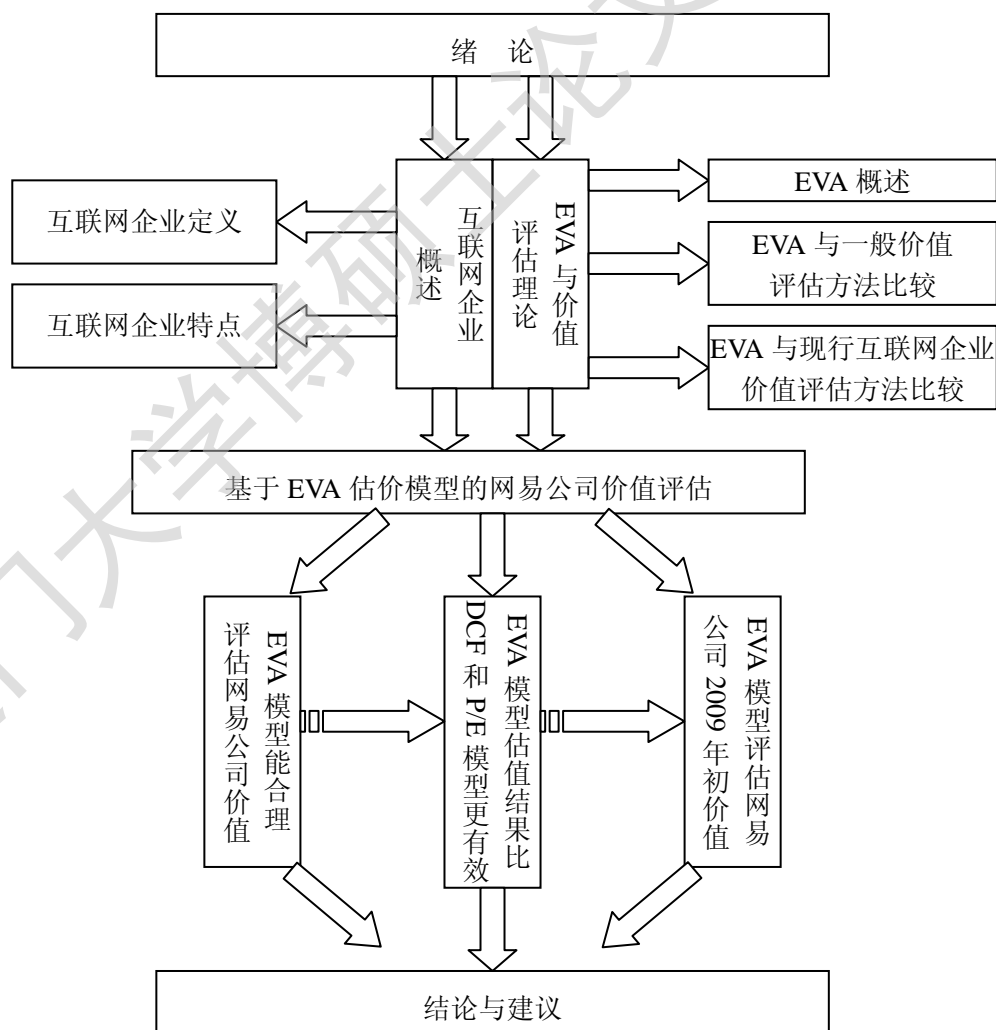


图 1-1 本文研究框架与流程

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 for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库