



上市公司 财务报表解读

——新会计准则下投资价值挖掘视角

阮永平 编著

- ★ 坚持巴菲特长期价值投资理念
- ★ 透过历史财务数据把握未来的投资估值

上市公司财务报表解读

——新会计准则下投资价值挖掘视角

阮永平 编著



华东理工大学出版社
EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

上市公司财务报表解读:新会计准则下投资价值挖掘视角/阮永平编著. —上海:华东理工大学出版社,2010.5
ISBN 978-7-5628-2783-2

I. 上... II. 阮... III. 上市公司-会计报表-会计分析 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 060170 号

上市公司财务报表解读——新会计准则下投资价值挖掘视角

编 著 / 阮永平

责任编辑 / 戎 炜

封面设计 / 陆丽君

责任校对 / 李 晔

出版发行 / 华东理工大学出版社

社 址:上海市梅陇路 130 号,200237

电 话:(021)64250306(营销部) 64252253(编辑部)

传 真:(021)64252707

网 址:press.ecust.edu.cn

印 刷 / 常熟华顺印刷有限公司

开 本 / 710mm×1000mm 1/16

印 张 / 23.75

字 数 / 462 千字

版 次 / 2010 年 5 月第 1 版

印 次 / 2010 年 5 月第 1 次

印 数 / 1—4000 册

书 号 / ISBN 978-7-5628-2783-2/F·222

定 价 / 39.80 元

(本书如有印装质量问题,请到出版社营销部调换。)

前言

如何进行股票投资已成为现代社会最为炙热的话题之一,股票投资也是社会公众实现财富增值的主要途径之一。股票投资估值体系中,财务要素是最为核心的,它是可以精确量化的。但传统的财务分析又是基于历史数据的,与股票投资的“未来价值发现”存在一定冲突,因此,如何透过历史财务数据来把握未来的投资估值,对于投资者而言至关重要。本教材也正是基于发现未来投资价值应运而生。我国资本市场日趋完善和成熟,投资者队伍越来越庞大,股票投资已经深入到普通百姓。基于此,深刻理解和阅读好上市公司财务报表,对投资者准确把握投资、挖掘投资价值,具有重要的现实意义。

目前市场上有许多相关教材和著作,如 MBA 教材、研究生教材等。许多教材主要从案例思考的角度去撰写,但缺乏基础性。最重要的是,该类教材绝大部分是以旧会计准则体系为基础,已不适应新制度下的财务报表解读。自 2007 年以来,我国会计准则发生了巨大变革,实施了新会计准则,许多教材的主要内容已经落后,如果仍然依照原来的财务法则理解财务信息,会给投资者带来重大误解;此外,该类教材的目的性不强,尤其是很少专门从投资价值挖掘视角去分析财务报表,显得实践性、针对性较弱,大部分教材的内容仅是根据三大报表计算分析财务比率,而很少结合行业特征、上市公司资本运作规律,也没有与之相对应的典型案例供说明与独立分析,使得使用效果大打折扣。学生、老师以及各类投资者都难以找到合适的、及时更新的教材,这是目前在课程教学和实践应用方面面临的巨大挑战。

《上市公司财务报表解读》针对会计类、金融类、经济类、其他管理类专业学生以及各类投资者而言,是十分重要且极为实用的课程之一。由于资本市场的逐步繁荣,投资理财市场的盛行发达,许多学生和投资者对于如何通过分析上市公司的财务报表来挖掘股票投资价值特别感兴趣,许多非经济管理类学生都非常渴望选修该门课程。事实上,掌握扎实的《上市公司财务报表解读》系统知识,对于经济管理类学生而言,将对其适应社会工作或进一步学术深造尤为重要;对于投资者而言,将对其理性投资实现财务安全增值非常关键。

该书的特点主要包括:

(1) 新颖性与前沿性。本书既传承传统知识的精华,又融入了“上市公司全流通”、“新会计准则”、“资本运作”、“国际会计准则”等前沿知识,同时还将在资本市场中最具有影响力的金融行业进行了财务报表解读。

前言

(2) 现实性与应用性。本书与新会计准则相配套,与上市公司现阶段的资本运作活动相结合。既结合了中国新兴经济的现实特点,同时非常强调其在投资领域与财务咨询领域中的应用性,能够有针对性地对典型案例进行深入剖析,具有非常强的现实性。

(3) 知识性与趣味性。本书丰富了传统的财务知识,同时又结合大量典型案例,使得学生和投资者将从中体验到该课程的知识性与趣味性。

全书共 12 章,主要由如下部分构成:财务估值基础知识与财务信息,包括第一章、第二章主要内容;重要财务报表单元分析,包括第三章、第四章主要内容;财务比率分析,包括第五章、第六章、第七章、第八章、第九章主要内容;金融行业财务分析,包括第十章、第十一章、第十二章主要内容。全书由阮永平博士统稿与策划。当然,该书也是集体劳动的结晶,华东理工大学解宏、上海市科技创业中心李艳也参与本书部分章节的编写,特别是为撰写第十章、第十一章作出了重要贡献。同时需感谢张海烽、王凯、蔡晓军、陆政、郑俊虎、汪丽娜、江敬文、冯怡然、许盟昕等同学的辛勤工作,他们也是本书的编写者。感谢华东理工大学教务处、继续教育学院,本书受到他们的大力资助。感谢商学院会计学系雷英、唐松莲等老师,为本书提供了许多建设性意见。

本书可供高等院校会计学、财务管理、金融学等经济管理类相关专业以及对股票投资比较感兴趣的学生使用,也可供投资者以及其他对财务分析、投资感兴趣的读者使用。

本书参考了许多文献和案例,由于篇幅有限未能一一列出,在此一并表示衷心的感谢!加之作者水平有限,疏漏之处在所难免,敬请广大读者批评指正,以便于再版修订时,丰富完善。

编者

2010 年 4 月

第一部分 财务估值基础知识与财务信息

第一章	上市公司财务报表与股票财务估值基础知识	3
	第一节 股票财务估值的基础知识	3
	第二节 股票估值方法	6
	第三节 价值投资理念、财务估值与财务报表的关系	31
第二章	上市公司及其财务信息披露	35
	第一节 上市公司财务报表的基础知识	35
	第二节 上市公司财务信息披露	44
	第三节 财务报表附注——其他重要的补充材料	55
	第四节 财务报告与审计	61

第二部分 重要财务报表单元分析

第三章	资产负债表的重要报表单元分析	67
	第一节 资产负债表中的内容及结构	67
	第二节 资产类重要会计科目	69
	第三节 负债与所有者权益类重要会计科目	112
第四章	利润表与现金流量表重要报表单元分析	124
	第一节 利润表中的重要报表单元	124
	第二节 现金流量表重要单元解读	138

第三部分 财务比率分析

第五章	偿债能力分析	149
	第一节 短期偿债能力分析	149
	第二节 长期偿债能力分析	158
第六章	盈利能力分析	169
	第一节 盈利能力概述	169

目录

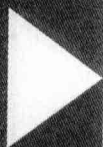
contents

	第二节 盈利能力财务比率	169
第七章	营运能力分析	185
	第一节 营运能力概述	185
	第二节 营运能力财务指标分析	186
第八章	成长性分析	193
	第一节 成长性财务指标分析	193
	第二节 企业成长性的影响因素分析	199
第九章	财务分析综合案例	203
	第一节 贵州茅台财务分析案例	203
	第二节 苏宁电器财务分析案例	217

第四部分 金融行业财务分析

第十章	商业银行财务报表分析	243
	第一节 商业银行业务概述	243
	第二节 商业银行资产负债表	244
	第三节 商业银行利润表科目	255
	第四节 商业银行财务分析	258
第十一章	证券公司财务分析	277
	第一节 证券公司业务	277
	第二节 证券公司重要会计科目	280
	第三节 证券公司财务分析	296
第十二章	保险公司财务分析	322
	第一节 保险业务概述	322
	第二节 保险公司重要会计科目	323
	第三节 保险公司的财务分析	350
	主要参考文献	372

第一部分
财务估值基础知识与财务信息



第一章

上市公司财务报表与股票财务估值基础知识

第一节 股票财务估值的基础知识

股票投资就是寻找价值被低估的股票,做出买卖决策,利用股票价值与市场价格之间的差价获利,因此首先要对股票价值做出正确评估,这就是所谓的价值评估,即通过分析和衡量股票的价值,帮助投资人改善投资决策。这里的“价值”是指资产的内在价值,又称经济价值,它是用适当的折现率计算的资产预期未来现金流量的现值,公司股票的内在价值就是指投资者在进行股票投资分析时,由公司的基本面(管理者、产品市场、财务等因素)决定的股票价值。股票市场价格一般围绕股票内在价值上下波动,如图 1-1 所示。

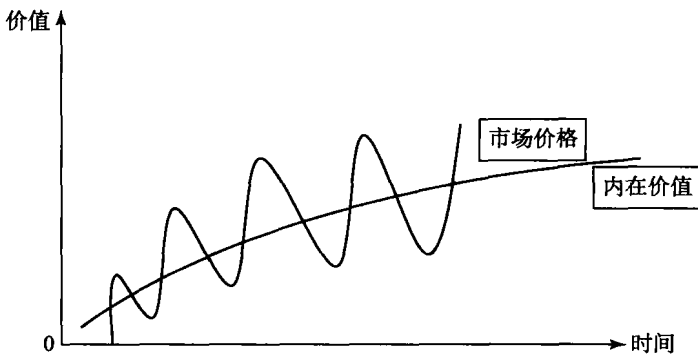


图 1-1 股票的市场价格与内在价值的关系

一、股票内在价值与其他几个相关概念的关系

企业价值主要有内在价值、账面价值、市场价值和清算价值等表现形式。股票内在价值与账面价值、市场价值、清算价值既有联系又有区别。

（一）账面价值

账面价值,又称会计价值,是指资产负债表上列示的资产价值,从股东价值角度而言,账面价值就是上市公司资产负债表中的所有者权益额,也称净资产额,是总资产减去总负债后的余额。会计上的资产类项目大部分是以历史成本为基础确认价值(除交易性金融资产、可供出售金融资产等少数资产按照以市场价值为基础的公允价值确认价值外)。以历史成本为基础的账面价值的优势是

资产价格历史资料较客观,容易获取,简单便利;账面价值的弊端是无法反映当前的市场价值或公允价值。账面价值是以交易为基础,反映的是资产的历史成本,资产的账面价值一经确定,一般只有在资产摊销或折旧时才对它进行修改,而现代经济社会中资产价格的波动较大,有时甚至波动巨大,因此账面价值经常与其市场价值相去甚远,采用账面价值来进行投资决策,决策相关性差,决策效果不佳,甚至会出现严重错误。例如,一栋厂房的交易成本为100万元,那么它的账面价值就为100万元,假设每年折旧为10万元,一年后该厂房涨价,市场售价变为300万元,而这时该房屋的账面成本为90万元,两者相差210万元。因为相关性差,在资产价值评估时直接采用账面价值用处并不大,只有在资产的公允价值等相关资料难以得到时,才会用账面价值替代。不过,账面价值具有良好的客观性,可以重复验证,主要用于审计工作。当然,账面价值与内在价值具有密切联系,在对上市公司进行财务分析时,就是运用账面价值进行综合分析,去挖掘股票投资的内在价值,而不是直接采用账面价值替代股票的内在价值,账面价值为内在价值分析提供了分析资料,是内在价值分析的重要基础。

(二) 市场价值

市场价值是指一项资产在交易市场上的价格,又可以细分为现时的市场价值与公平的市场价值。所谓公平的市场价值,是指在公平的交易中,熟悉情况的双方,自愿进行资产交换或债务清偿的金额,它在数值上与资产的内在价值相等;现时的市场价值,是指在现行市场价格条件下一项资产的价值,它可能是公平的,也可能是不公平的。股票市场价值是股票投资者最为关心的价值。股票市场有一条众所周知但又非常难以实现的“高抛低吸”原则,其中的“高抛低吸”指的就是市场价值。但高抛低吸为什么又非常难以实现呢,因为股票投资时所运用的“市场价值”多数是“未来市场价值”,而“未来市场价值”却是非常难以预计的,它主要是依据相应的“内在价值”予以确定,内在价值与市场价值有密切关系,内在价值是市场价值决定的基础。如果市场是有效的,即所有资产在任何时候的价格都反映了公开可得的信息,这时的市场价值即为公平的市场价值,则内在价值与市场价值应当相等;如果市场不是完全有效的,公司的内在价值与市场价值会在一段时间里不相等。投资者估计了公司的内在价值并与其市场价值进行比较,如果内在价值高于市场价值,则认为公司被市场低估了,他会决定买进,投资者购进被低估的公司的股票,会使公司股票价格上升,回归到公司股票的内在价值。市场越有效,市场价值向内在价值的回归越迅速。股票市场价值有时候会严重偏离股票内在价值,这是因为股票市场价值不仅受公司的基本面因素影响,而且受宏观经济、资金供求、心理预期、投资者理性程度等诸多因素影响。但长期来看,公司股票的市场价值与公司的内在价值基本趋于一致,市场价值围绕内在价值波动。因此所谓的“高抛低吸”,可以理解为,投资者应当在市场价值低于股票内在价值时购买股票,在市场价值高于股票内在价值时出售股票,

应用“高抛低吸”投资原则的关键就是挖掘股票的内在价值。

（三）清算价值

清算价值是指企业清算时公司单独拍卖产生的价格。清算价值以将进行清算为假设情景,是在“迫售”状态下预计的现金流入,它一般用于企业破产清算,通常比正常市场价格低;而内在价值是在正常交易的状态下预计的现金流入。清算价值的估计,总是针对每一项资产单独进行的,即使涉及多项资产也要分别进行估价。清算价值不同于账面价值,账面价值是基于持续经营的假设,许多资产价格在清算时有可能大打折扣,部分已升值许多的资产的清算价值则可能高于账面价值;而内在价值的估计,在涉及相互关联的多项资产时,需要从整体上估计其现金流量并进行估价,一般也是基于持续经营的假设条件。由于公司价值评估的前提假设是企业持续经营,所以在价值评估时一般不会用到清算价值。但公司清算价值也有助于公司内在价值的评估,因为公司清算价值是公司内在价值评估时基于公司最坏情形下的价值,清算价值可以说是公司内在价值的最低值。

二、价值评估需要注意的问题

前面介绍了公司价值的有关概念,而正确理解公司内在价值评估的含义,需要注意以下两个问题。

（一）价值评估与科学方法

评估不同于计算,价值评估不同于价值计算。评估是一种定量分析,但它并不是完全客观和科学的,不可能要求评估结果达到百分之百的精确。一方面它使用许多定量分析模型,具有一定的科学性和客观性;另一方面它又带有许多主观估计因素。首先,评估使用的很多数据是评估人主观估计的,评估的质量与评估人员的经验、责任心、投入的时间和精力等因素有关。评估不是随便找几个数据代入模型的计算工作。模型只是一种工具,并非模型越复杂评估结果必然越好。其次,价值评估既然带有主观估计的成分,其结论必然会存在一定误差,不可能绝对正确。在进行评估时,由于认识能力和成本的限制,人们不可能获得完全的信息,总要对未来做出某些假设,从而导致结论的不确定。因此,即使评估进行得非常认真,合理的误差也是不可避免的。最后,价值评估是一种“分析”方法,要通过符合逻辑的分析来完成。好的分析来源于好的理解,好的理解建立在正确的概念框架基础之上。企业价值评估涉及大量的信息,有了合理的概念框架,可以指导评估人正确选择模型和有效地利用信息。不同的价值评估者或机构作出的评估结果不一样,甚至同一个价值评估者或机构运用不同的评估模型与参数得出的评估结果也会大相径庭。如果不能比较全面地理解价值评估原理,在一知半解的情况下随意套用模型很可能出错。具体运用评估方法时,需要

综合考虑影响模型的众多因素,选择最适宜的评估方法。

(二) 价值评估与市场完善性

公司价值评估提供的是有关“公平市场价值”的信息。价值评估不否认市场的有效性,但是也不承认市场的完善性。在完善的市场中,公司的公平市场价值就等于它的内在价值,价值评估没有什么实际意义。价值评估认为,市场只在一定程度上有效,即并非完全有效。价值评估正是利用市场的缺陷寻找被低估的股票,通过股票内在价值与市场价值的差价获得额外收益。另外需注意的是,股票价值受企业状况和市场状况的影响,随时都会变化。价值评估依赖的企业信息和市场信息也在不断流动,新信息的出现随时可能改变评估的结论。因此,价值评估提供的结论有很强的时效性。

第二节 股票估值方法

股票的价值是未来现金流的现值,股票估值的方法主要有两类:绝对估值法和相对估值法。

一、绝对估值法

绝对估值法是通过对公司历史及当前的公司基本面的分析和对未来反映公司经营状况的财务数据的预测,获得上市公司股票的内在价值。绝对估值法有两大类模型:现金流量折现模型和经济利润模型。

(一) 现金流量折现模型(DCF法,DISCOUNT OF CASH FLOW)

现金流量折现模型由J. B. 威廉提出,它直接由内在价值的定义推出,简单直观,非常容易理解。现金流量是指各期的预期现金流量,不同资产的未来现金流量表现形式不同,债券的现金流量是利息和本金,投资项目的现金流量是项目引起的增量现金流量,股票现金流量就是股东未来取得的股利收入和出售时候的售价,如果股东永远持有股票,则他获得的现金流就是未来的股利。

现金流量折现模型的一般形式如下:

$$\text{股票内在价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{现金流量}_t}{(1 + \text{资本成本}_t)^t}$$

其中,“现金流量”是指未来各期流入的净现金流,“资本成本”则是对现金流量折现时采用的折现率。进行价值评估时,按照归属的不同,现金流量可分为实体现金流、股权现金流和股利现金流三类。对应不同类型的现金流,折现率为加权资本成本或股权资本成本,现金流折现模型也可分为股利现金流量模型、股权现金流量模型和实体现金流量模型三类。需要指出的是,折现率是现金流量风险的函数,风险越大则折现率越大,折现率还需要与现金流量相匹配,股权或股

利现金流量只能用股权资本成本折现,而实体现金流量只能用企业的加权资本成本折现。

1. 股利现金流量模型(DDM 模型)

股利现金流量模型是用股利贴现评估普通股内在价值的方法,即股票的价值等于公司在不同时期向股东派发现金股利(不包括股票股利等)的净现值的总和。它的一般模型是:

$$\text{股权价值} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{股利现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t}$$

其中,股利现金流量是各期企业分配给股东的现金股利(不包括股票股利), t 为折现期数。

用该公式估计股票价值时需要事先确定三个参数:①未来每年的现金股利;②相应的股权资本成本;③贴现期限。未来各年股利的数额取决于公司未来每股盈余及公司的股利分配政策,预测每股盈余可以利用公司历史资料,采用如回归分析、时间序列趋势分析等方法。股利政策则可以通过公司规定得到,如固定股利支付、固定股利支付率、低股利支付等多种支付政策。股权资本成本,即所谓的股东的必要报酬率,则是公司风险及利息率等多种因素共同作用的结果,也称股东预期报酬,可以根据无风险收益率与额外风险报酬之和计算而得。贴现期限一般可以选择无穷年。股票估值的基本模型要求无限期地预测未来各年股利,这实际上是不可能做到的,在实际应用中需要对基本模型作简化处理,根据对未来股利增长率的不同假设,人们构造出了几种不同的股利贴现模型。

(1) 零增长模型。该模型假设未来每年支付的股利不变,其支付过程是一个永续年金,股票价值为:

$$P_0 = D \div R_S$$

其中, D 为每年支付的股利; R_S 为股东要求的必要报酬率。

【例 1-1】 某公司股票每年分配的股利都为每股 1 元,股东要求的必要报酬率为 10%,则根据公式:

$$\text{股票的内在价值 } P = 1 \div 10\% = 10(\text{元/股})$$

即当前该公司的每股股票价值为 10 元,如果现时市场价格低于 10 元,则投资者可以考虑买入。

(2) 永续增长模型。零增长模型假定公司每年的股利都为 D ,但考虑到经济持续发展以及公司成长等原因,公司的股利不应该恒定不变,而应当是不断增长的。永续增长模型是用来估计处于“稳定状态”公司的股票,它假定公司的现金股利预计在未来一段很长的时间内以某一固定的速度 g 增长,股票价值为:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+r)^t}$$

$$\text{当 } r > g \text{ 时, 上式可变为: } P_0 = \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}$$

其中, D_1 : 下一年的预期股利; r : 股东要求的必要报酬率; g : 永续股利增长率。

永续增长模型的适用条件是企业必须处于永续状态, 即企业有永续的增长率和净投资回报率。永续增长模型中, 股票价值对增长率的估计值很敏感, 当增长率接近折现率时, 股票价值趋向于无限大, 所以对 g 与 r 的预测质量要求很高。

永续增长模型假定对某一种股票永远支付固定比率的股利, 它的应用受到相当大的限制。该模型是多元增长模型的基础, 反映了宏观经济与微观企业是不断增长的, 但由于现实中很少存在每年派发现金股利能维持一个恒定比率的上市公司, 该模型与现实存在较大差距。

【例 1-2】 若公司报酬率为 16%, 年增长率为 12%, 目前每股现金股利 $D_0=2$ 元, 第一年的每股现金股利为 $D_1=2 \times (1+12\%)=2 \times 1.12=2.24$ 元, 则股票的内在价值为:

$$P=(2 \times 1.12) \div (0.16-0.12)=56(\text{元})$$

(3) 两阶段增长模型。两阶段增长模型假设增长率经历了增长率持续 n 年的超常增长时期和随后的稳定增长时期这样两个时期, 在稳定阶段, 公司的增长率平稳, 并预期长期保持不变。股票的价值等于超常增长阶段股票股利的现值与期末股票价格的现值之和, 即股权价格 = 预测期股权现金流量现值 + 后续期价值的现值。

若假设预测期为 n , 则该模型为:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

$$\text{其中, } P_n = \frac{D_{n+1}}{r_n - g_n}$$

该模型适用于公司当前处于高速增长阶段, 并预期在今后一段时期内仍保持这一较高的增长率, 在此之后, 支持高增长率的因素消失, 它们的增长机会缓慢下降直至稳定增长率水平。

【例 1-3】 一个投资人持有某公司的股票, 他的投资必要报酬率为 15%。预计该公司未来 3 年现金股利将高速增长, 增长率为 20%。在此以后转为正常平稳增长, 增长率为 12%。公司最近支付的每股现金股利是 2 元。现计算该公司股票的每股内在价值。

首先,计算非正常增长期的股利现值。

表 1-1 非正常增长期的股利现值计算

单位:元

年份	股利(D_t)	现值因数(15%)	现值(PVD_t)
1	$2 \times 1.2 = 2.4$	0.870	2.088
2	$2.4 \times 1.2 = 2.88$	0.756	2.177
3	$2.88 \times 1.2 = 3.456$	0.658	2.274
合计(3年股利的现值)			6.539

其次,计算第三年年底的普通股内在价值。

$$P_3 = \frac{D_4}{R_s - g} = \frac{D_3(1+g)}{R_s - g} = \frac{3.456 \times 1.12}{0.15 - 0.12} = 129.02(\text{元})$$

再次,计算第三年年底普通股内在价值的现值。

$$PVP_3 = 129.02 \times (p/s, 15\%, .3) = 129.02 \times 0.658 = 84.90(\text{元})$$

最后,计算股票目前的内在价值:

$$P_0 = 6.54 + 84.90 = 91.44(\text{元})$$

(4) 三阶段增长模型。三阶段增长模型由三个各具特点的增长率组成:一个高速增长阶段、一个增长率递减阶段和一个永续增长的稳定阶段。

股票价值 = 增长期现金流量现值 + 转换期现金流量现值 + 后续期现金流量现值

即,

$$\text{股票价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{增长期现金流量}_t}{(1 + \text{资本收益率})^t} + \sum_{t=n+1}^{n+m} \frac{\text{转换期现金流量}_t}{(1 + \text{资本收益率})^t} + \frac{\text{后续期现金流量}_{n+m+1} \div (\text{资本收益率} - \text{永续增长率})}{(1 + \text{资本收益率})^{n+m}}$$

该模型的灵活性使它适用于任何一家增长率随时间而改变,其他指标尤其是股利支付政策和风险也将发生改变的公司,但该模型比较困难的是估计在什么时间段是高速增长期,什么时间段是增长率递减阶段,又在哪个时间段是永续增长的稳定阶段。

【例 1-4】 一个投资人持有某公司的股票,他的投资必要报酬率为 15%。预计该公司未来 3 年现金股利将高速增长,增长率为 20%。第 4 年现金股利增长率为 18%,第 5 年现金股利增长率为 16%,从第 6 年起转为正常增长,现金股利增长率为 12%。公司最近支付的每股股利是 2 元。根据上述资料,计算该公司股票的内在价值。

表 1-2 非正常增长长期的股利现值计算

单位:元

年份	股利(D _t)	现值因数(15%)	现值(PVD _t)
1	2×1.2=2.4	0.870	2.088
2	2.4×1.2=2.88	0.756	2.177
3	2.88×1.2=3.456	0.658	2.274
4	3.456×1.18=4.078	0.572	2.333
5	4.078×1.16=4.731	0.498	2.353
前3年的股利现值合计			6.539
第4、5年的股利现值合计			4.685

$$P_5 = \frac{D_6}{R_S - g} = \frac{D_5(1+g)}{R_S - g} = \frac{4.731 \times 1.12}{0.15 - 0.12} = 176.624$$

$$PVP_5 = 176.624 \times 0.498 = 87.959$$

所以,该股票目前的内在价值=6.539+4.685+87.959=99.183(元/股)

股利现金流量模型,是基于股票投资者未来现金流入的贴现模型。由于采用股利折现进行股票价值评估,股利现金流量模型适用于股利稳定且丰厚的公司股票估值,针对那些不派息、少派息、股利政策不连续的公司,难以用它评估其股票价值。

2. 股权现金流量模型

股权现金流量模型的基本公式是:

$$\text{股权价值} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{股权现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t}$$

股权现金流量模型,是基于上市公司未来现金流入的贴现模型。上市公司未来现金流入由债权人和股权投资者所共同拥有,扣除债权人所拥有的上市公司现金流量后,便是股权投资者所拥有的上市公司现金流量,简称股权现金流量。换言之,股权现金流量是一定期间企业可以提供给股权投资人的现金流量,它等于企业实体现金流量扣除对债权人支付后剩余的部分。有多少股权现金流量会作为股利分配给股东,取决于企业的筹资和股利分配政策。如果把股权现金流量全部作为股利分配,则该模型与股利现金流量模型相同。

3. 实体现金流量模型

实体现金流量为美国学者拉巴·波特提出,它是指企业产生的、满足了再投资需求之后剩余的、不影响公司持续发展前提下的、可供公司资本供应者分配的现金。按资本供应者不同,企业自由现金流分为股东自由现金流和债权人自由