



第二节 企业价值评估方法

三、现金流量折现模型的应用

(一) 股权现金流量模型

根据现金流量分布的特征，股权现金流量模型分为两种：

永续增长模型和两阶段增长模型

1. 永续增长模型

永续增长模型是假设企业未来长期稳定、可持续的增长。

$$\text{股权价值} = \frac{\text{下期股权现金流量}}{\text{股权资本成本} - \text{永续增长率}}$$



第二节 企业价值评估方法

永续增长模型的特例是永续增长率等于零，即零增长模型。

$$\text{股权价值} = \frac{\text{下期股权现金流量}}{\text{股权资本成本}}$$



第二节 企业价值评估方法

【例题】 B公司是一个规模较大的跨国公司，目前处于稳定增长状态，增长率为6%，20*0年每股股权现金流量为2.5元，该企业的股权资本成本为10%。请计算该企业20*1年初每股股权价值。

答案：

$$\text{每股股权价值} = (2.5 \times 1.06) / (10\% - 6\%) = 66.25 \text{ (元)}$$



第二节 企业价值评估方法

2. 两阶段增长模型

两阶段增长模型的一般表达式：

股权价值=预测期股权现金流量现值+后续期价值的现值

假设预测期为m，则：

$$\text{股权价值} = \sum_{t=1}^m \frac{\text{股权现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t} + \frac{\text{股权现金流量}_{m+1} / (\text{股权成本} - \text{永续增长率})}{(1 + \text{股权资本成本})^m}$$

两阶段增长模型的使用条件：两阶段增长模型适用于增长呈现两阶段的企业。

第一阶段超常增长明显高于第二阶段的永续增长。



第二节 企业价值评估方法

【例题】C公司是一家高新技术企业，具有领先同业的优势。预计20×1~20×5年股权现金流量如下表，自20X6年进入稳定增长状态，永续增长率为3%。企业股权资本成本是12%。

要求：计算目前的每股股权价值。

B企业的股票价值评估							单位：元
年份	20×0	20×1	20×2	20×3	20×4	20×5	20×6
股权现金流量	1.0030	1.2000	1.4400	1.7280	2.0736	2.4883	5.1011
折现系数（12%）		0.8929	0.7972	0.7118	0.6355	0.5674	
预测期现值	6.1792	1.0715	1.1480	1.2300	1.3178	1.4119	
后续期价值	32.1596					56.6789	
股权价值合计	38.3388						



第二节 企业价值评估方法

后续期每股股权现金流量在20×5年末的价值=5.1011/（12%-3%）=56.6789（元/股）

后续期每股股权现金流量现值=56.6789×0.5674=32.16（元/股）

每股股权价值=详细预测期每股股权现金流量现值+后续期

每股股权现金流量现值=6.18+32.16=38.34（元/股）



第二节 企业价值评估方法

(二) 实体现金流量模型

实体现金流量，如同股权现金流量模型一样，也可以分为两种：

1. 永续增长模型

永续增长模型假设企业未来长期稳定、可持续的增长。

$$\text{实体价值} = \frac{\text{下期实体现金流量}}{\text{加权平均资本成本} - \text{永续增长率}}$$



第二节 企业价值评估方法

2. 两阶段增长模型

两阶段增长模型的一般表达式：

实体价值

=详细预测期实体现金流量现值+后续期实体现金流量现值

假设预测期为m，则：

实体价值

$$= \sum_{t=1}^m \frac{\text{实体现金流量}_t}{(1 + \text{加权平均资本成本})^t} + \frac{\text{实体现金流量}_{m+1} / (\text{加权平均资本成本} - \text{永续增长率})}{(1 + \text{加权平均资本成本})^m}$$



第二节 企业价值评估方法

【例题】D企业预计2021-2026年实体现金流量如下表所示，自2026年起进入稳定增长状态，永续增长率为5%。企业当前的加权平均资本成本为11%，2026年及以后年份资本成本降为10%。债务当前的市场价值为4650万元，普通股当前每股市价9元，流通在外的普通股股数为1000万股。

要求：通过计算分析，说明该股票被市场高估还是低估？



第二节 企业价值评估方法

D企业每股股权价值

单位：万元

项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
实体现金流量	—	614	663.12	716.17	773.46	835.34	877.11
资本成本	—	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.1
折现系数	—	0.9009	0.8116	0.7312	0.6587	0.5935	—
预测期现值							
后续期现值							
实体价值							
净负债							
股权价值							
股数（万股）							
每股价值（元）							



第二节 企业价值评估方法

解析：

乙企业每股股权价值

单位：万元

项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
实体现金流量	—	614.00	663.12	716.17	773.46	835.34	877.11
资本成本	—	11%	11%	11%	11%	11%	10%
折现系数	—	0.9009	0.8116	0.7312	0.6587	0.5935	—
预测期现值	2620.25	553.15	538.19	523.66	509.48	495.77	—
后续期现值	10411.3	—	—	—	—	17542.2	—
实体价值	13031.55	—	—	—	—	—	—
净债务价值	4650.00	—	—	—	—	—	—
股权价值	8381.55	—	—	—	—	—	—
股数（万股）	1000.00	—	—	—	—	—	—
每股价值（元）	8.38	—	—	—	—	—	—



第二节 企业价值评估方法

说明：详细预测期实体流量现值=2620.25万元

后续期实体现金流量在2025年末的价值= $877.11 \div (10\% - 5\%) = 17542.2$ (万元)

后续期实体现金流量在2021年初的现值
= $17542.2 \times 0.5935 = 10411.3$ (万元)

实体价值= $2620.25 + 10411.3 = 13031.55$ (万元)

股权价值=实体价值-净债务价值

= $13031.55 - 4650 = 8381.55$ (万元)

每股股权价值= $8381.55 \div 1000 = 8.38$ (元/股)

该股票目前每股市价9元，所以它被市场高估了。



第二节 企业价值评估方法

四、相对价值评估

相对价值法是指利用类似企业的市场定价来估计目标企业价值的一种方法，所得结论是相对于可比企业来说的，以可比企业价值为基础，是一种相对价值而非目标企业的内在价值。



第二节 企业价值评估方法

1. 基本做法:

(1) 寻找一个影响企业价值的关键变量（可能是净利润、净资产、销售收入）；

(2) 确定一个组可以比较的类似企业，计算可比企业的市价/关键变量的平均值（可能是平均市盈率、平均市净率、平均市销率）；

(3) 根据目标企业关键变量乘以得到的平均值，计算目标企业的评估价值。



第二节 企业价值评估方法

2. 相对价值评估的缺陷

(1) 理论上循环论证。以其他公司的相对价值指标为目标公司估值，隐含的假设是资本市场对其他公司的估值正确，而对目标公司的估值出现偏差。这个假设未必正确，事实也许两者估值情况恰恰相反，也许两者估值都正确。在这种情况下，应用相对价值模型就会产生偏差。



第二节 企业价值评估方法

(2) 实践上可比企业未必可比。以行业、资产规模、营业收入规模、企业发展阶段、战略定位等指标来定义可比性，可比公司会因指标选择不同而不同，目标公司的估值也会因可比公司的不同而不同。正是基于上述缺陷，相对价值模型主要用于非上市企业的价值评估。