

第二节 企业价值评估方法

【知识点一】现金流量折现模型

(二) 现金流量折现模型参数的估计

2. 确定预测期间

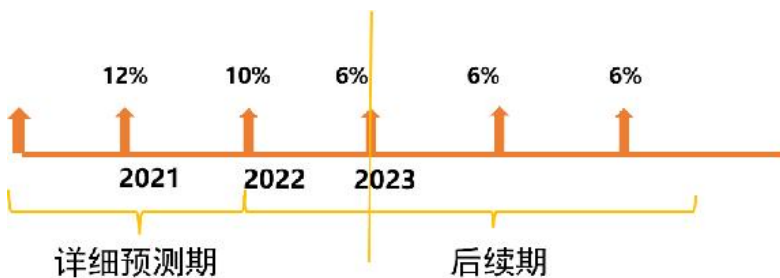
我们通常认为企业的寿命是无限的，因此，要处理无限期现金流折现问题。预测的时间范围涉及**预测基期**、**详细预测期**和**后续期**。

(1) 确定基期数据的方法有两种:一种是以**上年实际数据**作为基期数据;另一种是以**修正后的上年数据**作为基期数据

(2) 详细预测期和后续期的划分

实务中的**详细预测期通常为 5-7 年**，如果有疑问还应当延长，但很少超过 10 年。企业增长的不稳定时期有多长，预测期就应当有多长。

后续期: 企业**具有稳定的销售增长率**，数值上大约等于**宏观经济的名义增长率**。



3. 估计详细预测期现金流量

【例 7-1】A 公司目前正处在**高速增长**的时期，20x0 年的销售增长了 12%。预计 20x1 年可以维持 12% 的增长率，20x2 年增长率开始逐步下降，每年下降 2 个百分点，20x5 年下降 1 个百分点，增长率为 5%。自 20x5 年起，公司进入稳定增长状态，永续增长率为 5%，如下表所示：

A 公司的销售预测

年份	基期	20x1	20x2	20x3	20x4	20x5	20x6	...
销售增长率	12%	12%	10%	8%	6%	5%	5%	5%

A 公司基期营业收入 1000 万元，其他相关信息预测如下表所示。

A 公司的相关财务比率预测

项目	预测
销售成本/营业收入	70%
销售和管理费用/营业收入	5%
净经营资产/营业收入	80%
净负债/营业收入	40%
债务利息率	6%
所得税税率	25%

A 公司的预计现金流量如表所示。

A 公司的预计现金流

年份	基期	20x1	20x2	20x3	20x4	20x5
一、营业收入	1000	1120	1232	1330.56	1410.39	1480.91
减：营业成本（70%）		784	862.4	931.39	987.28	1036.64
销售和管理费用（5%）		56	61.6	66.53	70.52	74.05
二、税前经营利润		280	308	332.64	352.6	370.23
减：经营利润所得税		70	77	83.16	88.15	92.56
三、税后经营净利润		210	231	249.48	264.45	277.67
减：净经营资产增加（80%）		(1120-1000) *0.8=96	89.6	78.85	63.87	56.42
四、实体现金流量		114	141.4	170.63	200.58	221.26
减：税后利息费用		1120*40%*6%* 0.75=20.16	22.18	23.95	25.39	26.66
加：净负债增加		(1120-1000) *40%=48	44.8	39.42	31.93	28.21
五、股权现金流量		141.84	164.02	186.1	207.12	222.81

以 20x1 年为例，

营业收入 = $1000 \times (1+12\%) = 1120$ （万元）

营业成本 = $1120 \times 70\% = 784$ （万元）

销售和管理费用 = $1120 \times 5\% = 56$ （万元）

税前经营利润 = $1120 - 784 - 56 = 280$ （万元）

经营利润所得税 = $280 \times 25\% = 70$ （万元）

税后经营净利润 = $280 - 70 = 210$ （万元）

净经营资产增加 = $1000 \times 12\% \times 80\% = 96$ （万元）

实体现金流量 = $210 - 96 = 114$ （万元）

税后利息费用 = $1120 \times 40\% \times 6\% \times (1 - 25\%) = 20.16$ （万元）

净负债增加 = $1000 \times 12\% \times 40\% = 48$ （万元）

债务现金流量 = $20.16 - 48 = -27.84$

股权现金流量 = $114 + 27.84 = 141.84$ （万元）

项目	预测
销售成本/营业收入	70%
销售和管理费用/营业收入	5%
净经营资产/营业收入	80%
净负债/营业收入	40%
债务利息率	6%
所得税税率	25%

（二）现金流量折现模型参数的估计

4. 估计后续期现金流量增长率

永续增长模型如下：

后续期价值 = $[\text{现金流量}_n \div (\text{资本成本} - \text{现金流量增长率})] \times (P/F, i, n-1)$

在**稳定状态下**，实体现金流量、股权现金流量和营业收入的增长率相同，因此，可以根据**销售增长率估计现金流量增长率**。

在稳定状态下**经营效率和财务政策**不变，即净经营资产净利率、资本结构和股利分配政策不变，**财务报表**将按照稳定的增长率在**扩大的规模上被复制**。影响实体现金流量和股权现金流量的各因素都与销售额同步增长，因此，现金流量增长率与销售增长率相同。

根据竞争均衡理论，后续期的销售增长率大体上等于宏观经济的名义增长率。如果不考虑通货膨胀因素，**宏观经济的增长率**大多在**2%-6%**之间。

