

第二节 企业价值评估方法

【知识点】现金流量折现模型

（一）现金流量折现模型的参数和种类

1. 现金流量折现模型的参数

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

参数	说明	
现金流量	各期的预期现金流量。对于投资者来说，企业现金流量有三种：股利现金流量、股权现金流量和实体现金流量	
资本成本	计算现值使用的折现率，风险越大折现率越大 【提示】折现率和现金流量要相互匹配 股权现金流量只能用股权资本成本来折现；实体现金流量只能用企业的加权平均资本成本来折现	
时间序列	产生现金流量的时间，通常用“年”数来表示。企业的寿命是不确定的，通常采用持续经营假设，即假设企业将无限期地持续下去	
	（1）详细预测期	有限的、明确的预测期
	（2）后续期（永续期）	预测期以后的无限时期，在此期间假设企业进入稳定状态，有一个稳定的增长率

企业价值 = 预测期价值 + 后续期价值

后续期价值 = \frac{\text{现金流量}_{m+1}}{\text{资本成本} - \text{增长率}} \times (P/F, i, m),

m 表示预测期。

2. 现金流量折现模型的种类

种类	公式
（1）股利现金流量模型	股利现金流量是企业分配给股权投资人的现金流量 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}
（2）股权现金流量模型	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 股权现金流量 = 实体现金流量 - 债务现金流量 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} 【提示】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，则上述两个模型相同
（3）实体现金流量模型	实体现金流量是企业全部现金流入扣除成本费用和必要的投资后的剩余部分，它是企业一定期间可以提供给所有投资人（包括股权投资人和债权投资人）的税后现金流量 实体价值 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{实体现金流量}_t}{(1 + \text{加权平均资本成本})^t} 股权价值 = 实体价值 - 净债务价值 净债务价值 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{偿还债务现金流量}_t}{(1 + \text{等风险债务成本})^t}

【提示】股利分配政策有较大变动，股利现金流量很难预计，因此，股利现金流量模型在实务中很少被使用。大多数的企业估值使用股权现金流量模型或实体现金流量模型。

（二）现金流量折现模型参数的估计

1. 预测销售收入

企业外部的报表使用人直接对销售收入的增长率进行预测，根据基期销售收入和预计增长率计算预测期的销售收入。销售增长率的预测以历史增长率为基础，根据未来的变化进行修正。

【例题 1】A 公司目前正处在高速增长的时期，20×0 年的销售增长了 12%。预计 20×1 年可以维 12% 的增长

率，20×2 年开始逐步下降，每年下降 2 个百分点，20×5 年下降 1 个百分点，即增长率为 5%。自 20×5 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	20×1	20×2	20×3	20×4	20×5	20×6	...
销售增长率	12%	12%	10%	8%	6%	5%	5%	5%

2. 确定预测期间

预测的时间范围涉及预测基期、详细预测期和后续期。

预测期间	说明
预测基期	通常是预测工作的上一个年度。确定基期数据的方法有两种： ◆如果通过历史财务报表分析认为，上年的数据具有可持续性，则以 上年实际数据 作为基期数据； ◆上年的数据不具有可持续性，以 修正后的上年数据 作为基期数据
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 年左右，通常很少超过 10 年。企业增长的不稳定时期有多长，预测期就应当有多长