

全 国 中 文 经 济 类 核 心 期 刊



全国流通经济

CHINA CIRCULATION ECONOMY

2018年第32期 (总第2192期)

国内统一刊号/CN10-1464/F

国际标准刊号/ISSN 2096-3157

2018年11月18日出版



ISSN 2096-3157



9 772096 315184

定价: 人民币15.00元

商业研究

- 区块链对企业的战略价值 葛健 郭慧馨 3
我国电动汽车市场商业模式研究 梁继宁 胡楠 朱卫东 5
中国情景下分享经济商业模式的多案例研究 张萌萌 7
——以滴滴出行和小猪短租为例

电子商务

- 浅析区块链在我国跨境电商中的应用场景 陈思聪 9
浅析大数据时代下电子商务对共享经济的影响 祖捷 11
中国跨境电商物流现状及对策的研究 孙琳 12

国际贸易

- 浅析上海自由贸易区建设对我国区域经济发展的影响 郭正青 14
中美贸易摩擦对中国出口企业的影响及对策分析 张惠 15

物流配送

- 现代物流技术在制造业物流发展中的应用研究 肖雨佳 17
“一带一路”框架下集装箱多式联运发展对策研究 柳艳娟 18
IOT模式下提升网购物流配送客户满意度研究 张子文 20

- “互联网+”时代下物流信息化建设的措施思考 张营军 李敏 侯哲成 22
生产型企业物资采购工作中存在的问题及解决对策分析 何瑛 24

经营管理

- 企业管理模式与企业管理现代化的研究 胡婷婷 25
重污染企业环境行为及其驱动因素研究 黄蕾 王志亮 27
DCF估值模型探讨:以净利润代替自由现金流 李波 29
项目融资中财务模型的作用与基本原理 刘祖容 刘斌 30

- 构建企业财务内控管理创新模式的思路 胡晓燕 32
企业财务管理在成本控制方面的应用 马航 34
浅析中小企业内部控制现存问题与解决方案 刘馨竹 36
资管公司支持国有企业重组整合研究 韩文轩 37
国有企业内控管理及财务风险防范的分析 李元翔 40
企业集团战略性成本管理分析 王军成 42
新形势下企业财务内控体系构建对策探究 许海波 43
企业合并重组中财务管理体系革新研究 王爱花 45

人力资源

- 基于心理资本的服务型企业工作绩效提升研究 李淑芬 46
基于组织承诺的人力资源管理策略 王馨婷 48
知识型员工绩效考核体系设计 李磊 刘长有 郭隆玉 50
公务员薪酬市场化改革研究 申平玉 52
地方国有平台公司组织结构和人力资源配置优化分析 李长卿 55

区域经济

- 互联网背景下我国汽车金融市场分析 刘泓羽 57
长沙市全域旅游发展策略研究 卢伟 李燕 58
黑龙江省普惠金融发展研究 吕琳 蓝佳林 同慧兰 60
雄安新区的绿色金融风险控制系统分析 杨晓阳 韩卓琦 62
京津冀地区上市公司债务结构比较研究 刘雪晶 64
新形势下广西惠台经贸政策解读 陈倩 66
从区域经济学角度看雄安新区职能及意义 顾希雯 68

- 中国人口老龄化的经济影响 刘清瑞 70
扶贫政策对农村经济的影响 朱洪平 72
试论我国新时期跨越中等收入陷阱的路径选择 王曾源 73
农村剩余劳动力转移对经济增长的实证研究 郭东霖 75

产业经济

- 以绿色科技促进生态文明建设 秦文展 77
论“互联网+”时代下的出租车行业发展前景 杨明灿 付艳玲 虎天鹏 79
高质量发展背景下政策引导基金推动新兴产业发展研究 陈语婷 81
共享经济的研究进展 苟君雅 83
拉萨市印刷行业现状研究

- 以小微企业为例 卢斌 林启我 王若愚 吴嘉芮 86
浅析“零工经济”现象 秦艺媛 87
浅谈我国共享经济 王玥玲 89

- 以生活服务业为例 张舜涵 91
中国智能投融资业务平台案例分析和未来发展研究 詹志勇 93
我国融资租赁与经济增长的相关性分析

金融在线

- 互联网金融理财风险影响因素的研究 韩丹 周敏 94
城乡经济中农村金融体系问题及对策研究 李义 96
“一带一路”建设的金融支持与合作风险的相关分析 田治凝 97

- 关于发展适合个人养老金计划基金产品的思考 刘学华 99
试论我国绿色金融可持续发展的长效机制 陈健 101
浅析我国国债现状与前景 崔惠清 102
信贷监管新政的影响及对策 陈周天 104
商业银行主导的供应链金融中信息不对称问题的研究 郭明宇 106

- 高中生理财和消费观念存在的问题及建议 李静阳 108
新常态下财务公司产业链金融的发展策略研究 郭明园 110
浅析中国商业银行个人理财业务现状 毛珣璐 112
浅析中国非金融部门杠杆率问题 唐靖媛 113
浅析资管新规对居民投资理财的影响 谭文楠 115
浅谈资产证券化在我国商业银行风险管理中的作用 张增志 117

- 互联网金融背景下商业银行的研究 王嘉琪 119
大学生互联网借贷平台选择影响因素研究 周文斌 121
浅析共享经济视域下的共享单车管理问题 周桂冰 123

经济与法

- 浅析我国互联网金融风险及监管策略 隋媛 124
浅谈商业预付卡的法律监管 朱晓宁 126
浅析互联网金融的风险与监管 赵一洋 127
小微企业税收优惠政策执行实施中存在的问题及建议 张晨 孔天洋 董懿蔚 129

会计审计

- “互联网+”环境下企业财务管理创新研究 丁文娟 130
小额贷款公司资金使用率的概念和计算方法 叶龄璐 132
分析新时期下如何强化企业会计管理工作 路通 134
谈如何加快企业的业财融合 蔡晓琴 136
会计信息化对企业财务管理的影响及对策 蔡涵鑫 138
财务共享文献综述 曾昭灶 刘星宇 140
浅谈“互联网+”发展背景下提高企业财务管理水平的对策 史媛媛 142
管理审计视角下我国企业科技创新研究 李萌 143

DCF 估值模型探讨:以净利润代替自由现金流

李波

(广东工贸职业技术学院,广东 广州 510403)

摘要:本文介绍了用净利润代替自由现金流对公司进行估值的条件和方法,论述了折现率选择的原理,提出了投资因子的概念,给出三种增长模型的公式。

关键词:自由现金流;折现率;投资因子

中图分类号:F832.51 **文献标识码:**A **文章编号:**2096-3157(2018)32-0029-02

现金流折现模型的公式表述如下: $P_0 = (E_0CF_1)/(1+R) + (E_0CF_2)/(1+R)^2 + \dots$ (延续到无限期),其中 P_0 代表某一企业、资产或工程的现值(当前价值), E_0CF_n 代表当前预测的未来第 n 期产生的自由现金流, R 代表自由现金流的折现率。自由现金流贴现(DCF)模型是一种重要的公司估值方法,其定义为公司的价值等于公司在其剩余的生命周期中能够提供的自由现金流的现值之和。

自由现金流折现模型在现实运用中会涉及许多问题。首先,现金流的折现率非常难以估计,虽然一般采用资本资产定价模型或套利定价模型进行模拟,但并不一定适合所有性质的企业。其次,预测未来无限期的自由现金流是不可能完成的任务,即使只预测未来几期的现金流,其可靠性也不高。再次,预测的对象是现金流而非会计利润,现金流的变化更难预测。

一、计算自由现金流

计算企业的自由现金流,即使不追求非常准确,也很困难。因此考虑用每年的净利润来代替自由现金流,问题相对变得简单。用净利润代替自由现金流需要注意前提条件,即公司经营性现金流要大于净利润,投资性现金流最好为正数,公司未来相对稳定。

二、选择折现率

折现率是指将未来支付改变为现值所使用的利率。关于折现率有两种选择,无风险利率和风险收益率。从折现的定义出发,折现率的选择与通货膨胀率有关而与公司无关。资本是逐利的,最低限度也会追求一个无风险收益,因此用无风险利率+通货膨胀率作为折现率比较合适。但是选择的期限要够长,不能是短期。如无风险利率,用5年期国债利率或5年期定期存款利率显然不如用30年期国债利率。如果用风险收益率,应该用长期社会平均投资收益率。根据历史数据,不论用哪种,其值大约在9%~11%之间。

三、公司价值的计算公式

以上一年度公司的净利润(自由现金流)为 E , 贴现率为 R 为例,分三种情况分别计算。

第一种情况:未来公司净利润零增长。也就是未来每年净利润都是 E , 则公司价值为:

$$E \cdot \left[\frac{1}{1+R} + \frac{1}{(1+R)^2} + \dots + \frac{1}{(1+R)^n} \right] = E/R$$

第二种情况:公司利润匀速增长,增长率为 g 。第一年的利润为 $E \cdot (1+g)$ 。以此类推,可以计算出公司价值为: $E \cdot (1+g)$ 。根据求和计算过程可以看出,本公式只有在 g 小于 R 的情况下才成立。如果 g 大于 R , 也就是公司的净利润增长率大于贴现率,公司的价值将是无穷大。

第三种情况:公司未来三年增长速度为 g , 以后零增长。这种情况公司价值将分为两部分,第一部分是前三年的折现值之和,第二部分是第四年及以后的折现值之和。两部分相

加计算出公司价值为: $E \cdot \frac{(1+g)^3}{R}$, 如果把上述公式中 E 后边的乘数(即三个用 R 和 g 表示的公式)称为投资因子,则:公司价值 = $E \times$ 投资因子。

四、对投资因子的延伸使用

1. 公司价值 = $E \times$ 投资因子,那么投资因子是不是 PE? 其实,投资因子与 PE 有着本质区别。PE 是个相对值,它是公司市值与 E 的比值。而投资因子是个绝对值,它算出来的是公司价值(当然是近似的,因为用 E 代替了现金流),而不是公司的市值。因此,投资因子是一把尺子,我们可以直接用它量度 PE, 评估公司的市值是高了还是低了。一般来说,PE 如果大于投资因子,则公司市值被高估,可卖出或不买入;如果 PE 接近投资因子,公司市值合理,可观望;考虑到安全边际,如果 PE 低于投资因子的 0.7 倍以下,可买入。

实际上,把公司价值计算公式中的 E 改为 EPS(每股收益)可以直接算出公司的合理股价。把上述公式除以净资产就得到公司的合理市净率,即:

$$\begin{aligned} \text{合理市净率} &= \text{公司价值} \div \text{净资产} \\ &= E \times \text{投资因子} \div \text{净资产} \\ &= \text{ROE} \times \text{投资因子} \end{aligned}$$

也就是公司的合理市净率应该是 ROE 与投资因子的乘积。需要注意的是,由于公司的净资产等于总资产减去总负债,而总资产里的应收账款、存货、商誉等科目的价值难以可靠计量,因此用市净率估值可靠性不高,仅适用金融行业等资产计量比较可靠的少数类型的公司。

2. 通过对折现率 R 取 0%~11% 的值, g 取 2%~6%, 计算永续增长(第二种情况)和零增长(第三种情况)模型下不同的投资因子,见表 1 和表 2:

表 1 永续增长,增速为 g

R	g	投资因子
0.09	0.02	13.07
0.09	0.03	18.17
0.09	0.04	24.69
0.09	0.05	33.25
0.09	0.06	44.33
0.1	0.02	13.73
0.1	0.03	18.71
0.1	0.04	25.83
0.1	0.05	35.00
0.1	0.06	47.56
0.11	0.02	14.23
0.11	0.03	19.88
0.11	0.04	27.88
0.11	0.05	38.59
0.11	0.06	52.20