



THE
LITTLE
BOOK
OF
VALUATION

学会估值，
轻松投资

[美] 阿斯沃斯·达摩达兰 (Aswath Damodaran) 著

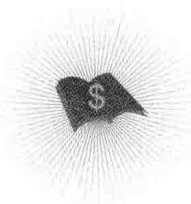
陈召强 译

学会估值，
找到价值被低估的股票，
成为股市稳赚赢家



中信出版集团 CHINACITICPRESS

THE
LITTLE
BOOK
OF
VALUATION



学会估值， 轻松投资

[美] 阿斯沃斯·达摩达兰◎著

陈召强◎译

图书在版编目 (CIP) 数据

学会估值, 轻松投资 / (美) 达摩达兰著; 陈召强译. —北京: 中信出版社, 2015.11
书名原文: The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock, and Profit
ISBN 978-7-5086-3311-4

I. ①学… II. ①达… ②陈… III. ①投资 - 基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2012) 第 059228 号

The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock, and Profit by Aswath Damodaran
Copyright © 2011 by Aswath Damodaran.
Simplified Chinese translation Copyright © 2015 by CITIC Press Corporation
All Rights Reserved. This translation published under license.

学会估值, 轻松投资

著 者: [美] 阿斯沃斯·达摩达兰

译 者: 陈召强

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京盛源印刷有限公司

开 本: 880mm×1230mm 1/32

印 张: 7.5 字 数: 105千字

版 次: 2015年11月第1版

印 次: 2015年11月第1次印刷

京权图字: 01-2011-3608

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书 号: ISBN 978-7-5086-3311-4 / F · 2607

定 价: 38.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

如果你拿出时间来想一想，就会发现证券交易所提供的是一种颇为神奇的服务。基于这种服务，你可以将现在不用的现金转换为对股票的请求权，当然，这种请求权是建立在公司的未来现金流基础之上的，而公司的价值理应随着时间的推移而增加。这一过程也可以反过来操作，你可以卖出公司的股票以换取现金，实际就是将明天的潜在收益转换为今天的固定数额现金。在这种以现金交易请求权为形式的神奇能力背后，隐藏的正是—种估值机制。如果你想审慎地投资，那么就必须要学会如何估值。

在整个职业生涯中，我一直都在研究估值技巧，而且也是这些技巧的实践者。我可以毫不犹豫地讲，在估值方面，阿斯沃斯·达摩达兰是我遇到的最好的老师。我听过他的讲座，看过他的书，读过他的

论文，浏览过他的网站。他论述的广度和深度令人印象深刻，而那种清晰度和实用性更是非同凡响。对于估值，事无巨细，他都了如指掌，并能以一种有效且切合实际的方式表达出来。如果你想追随大师学习估值的方法，这本书最适合你了。

本书的字数虽然不多，但却包罗万象。你首先会学到贴现现金流的基本知识，并由此迅速转向估值倍数。此外，达摩达兰教授还指出，估值会存在偏差和错误，因而越简单越好，并强调了内在方法和比较方法之间的区别。对于常见的估值倍数，他也进行了正反两方面的讨论，并给出了极为有效的建议。

对于处于不同发展阶段的公司，进行估值是一件非常困难的事情。比如有两家公司，一家是首次公开发行的高科技公司，另一家是稳定、保守的消费品制造商，你如何比较它们之间的相对吸引力？在本书的核心部分，达摩达兰教授将会帮助你了解公司在其生命周期不同阶段的估值问题，并通过鲜明的事例帮助你加深这些认识。

本书的最后部分将指导你，如何处理你有可能遇到的一些特殊情况。比如说，一家仅依赖于一种商品的公司，而这种商品的需求又起伏不定，如何对该公司估值向来都是一件棘手的事情。

再比如，一家在研发领域投入巨大却收效甚微的公司，对其进行估值同样是困难的。作为一个实践者，你将会面对不同的估值挑战，但这些挑战同样会让你获益匪浅。

认真阅读，直到你完全理解了本书结尾部分的内容为止。这些规则将理论和实践有效地结合起来，并会在你遇到不确定状况时给予你指导。

在自由经济中，估值是经济活动的核心。因此，关于估值的广泛概念及其细节的应用知识也就显得非常重要。在将这些思想应用于实践方面，我认为阿斯沃斯·达摩达兰所做的努力是最多的。我希望你能够喜欢这本有关估值的书，并能够从中获利。

迈克尔·J·莫布森^①

^① 迈克尔·J·莫布森是美盛资本管理公司的首席投资策略师和哥伦比亚大学商学院的兼职教授。

你知道谷歌或苹果公司股票的真正价值吗？你知道你刚刚购买的一套公寓或住房的真正价值吗？了解股票、债券或房产的价值或许并不是成功投资的先决条件，但这可以帮助你做出更精确的判断。

大多数投资者都将资产估值视为一项令人头疼的工作——其复杂程度远超出了他们所掌握的技能。因此，他们将这一工作交给专业人士（证券分析师、评估师等）来处理，或完全予以忽略。我认为，就本质而言，估值实际上是很简单的，任何愿意花费更多时间收集和分析信息的人都可以做到。我会在本书中向你一一展示。

我也希望能够揭开估值方法的神秘外衣，让你了解一下分析师和评估师所做的估值判断，看看他们的判断是否合情合理。

虽然估值模型有着各种各样的细节，但任何公司的价值都依赖于少数几

个关键的驱动因素，当然这还要视公司的具体情况而定。在寻找这些价值驱动因素时，我的关注点不仅涵盖了公司的整个生命周期——从新生的成长型公司如安德玛，到发展成熟的公司如荷美尔食品，而且还涵盖了诸多不同的部门——从商品公司如埃克森美孚，到金融服务公司如富国银行，再到制药公司如安进，不一而足。

好处在这里：如果你理解了一家企业的价值驱动因素，那么你也可以确定价值型投资标的——投资低价股票。在你看完本书时，我希望你能够评估任何一家你感兴趣的公司或企业的价值，并利用这种知识和技能让自己成为一个更明智和更成功的投资者。

显然，并非所有人都有时间或意愿去评估一家公司的价值。但如果你愿意去尝试评估的话，本书将会给予你必要的工具，而如果你不愿这样做，那么本书也将为你提供一些捷径。

现在，让我们出发吧。

前 言 // vii

引 言 // xi

第一章 价值——不仅仅是数字：纵览全局

估值的两种方法 // 004

为什么你应该关心估值？ // 005

关于估值的一些真相 // 007

第二章 交易中的有力工具：时值、风险和统计

时间就是金钱 // 015

抗拒风险 // 020

会计基础 // 024

了解数据 // 028

整装待发 // 033

第三章 任何资产都有内在价值：确定内在价值

评估公司还是评估股票？ // 037

内在估值的输入项 // 038

这些模型告诉我们什么？ // 058

一切都在于内在价值 // 059

第四章 一切都是相对的：确定相对价值

标准价值和倍数 // 064

使用倍数的 4 个关键 // 066

分析性测试 // 072

内在价值和相对价值 // 081

爱因斯坦是对的 // 082

第五章 无限美好：对年轻成长型公司估值

估值问题 // 088

估值解决方案 // 089

我们是否错过了什么？ // 101

第六章 成长阵痛：对成长型公司估值

估值问题 // 109

估值解决方案 // 111

第七章 持续增长：对成熟型公司估值

估值问题 // 129

估值解决方案 // 131

管理的改变会导致价值改变吗？ // 138

第八章 世界末日：对衰退型公司估值

估值问题 // 149

估值解决方案 // 151

第九章 反弹：对金融服务公司估值

估值问题 // 167

估值解决方案 // 168

第十章 过山车：对周期性公司和商品公司估值

估值问题 // 187

估值解决方案 // 188

未开发储量的实物期权观 // 197

第十一章 无形价值：对拥有无形资产的公司估值

估值的问题 // 205

学会估值，轻松投资

THE LITTLE BOOK OF VALUATION

估值解决方案 // 206

股票股权的处理 // 218

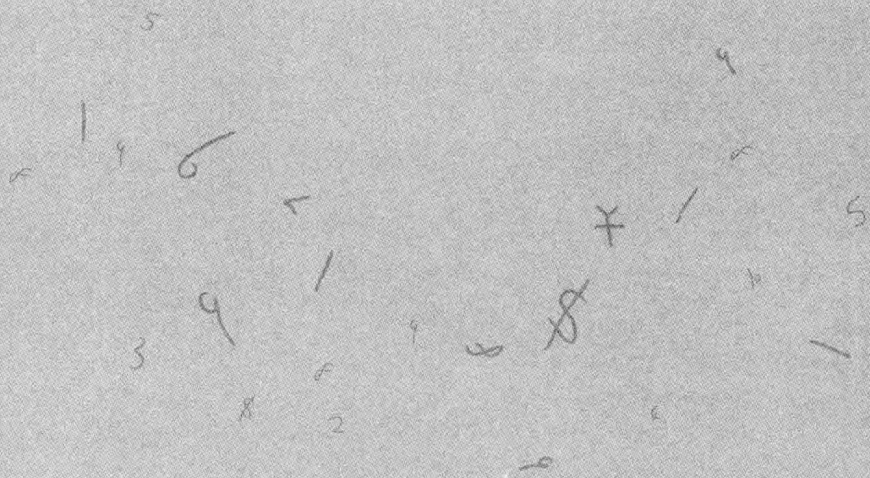
后 记 // 223

THE LITTLE BOOK OF
VALUATION

第一章

价值——不仅仅是数字：

纵览全局



对于愤世嫉俗者，奥斯卡·王尔德是这样描述的：“他们只晓得万物的价钱，却不明白它们的价值。”许多投资者也是如此，他们将投资视为一场游戏，认为保持领先即是胜利。

稳健投资的一个假设是，投资者不会为某一资产支付超过该资产价值的价格。如果你接受这一命题，那么就意味着你在购买任何物品之前，至少都得估算一下它的价值。有的人认为，价值存在于其他人眼中，只要其他投资者认可该投资的价值，那么任何价格都是合理的。这完全是无稽之谈。当该项资产为画作或雕塑时，或许还有些道理，但当你为获得预期的现金流而购买金融资产时则不然。一只股票的价格是否合理，绝不能仅仅看将来

是否有投资者愿意为之出高价，因为这会让投资演变成为昂贵的“抢座位”游戏，而相应的，问题也就会成为：在音乐声停时，你身在何处？

估值的两种方法

估值模型虽有数十种之多，但归根到底，估值方法却只有两种：绝对估值法和相对估值法。在进行绝对估值时，我们从一个简单的命题开始：一项资产的内在价值是由该资产在其生命周期内所产生的预期现金流，以及你对这些预期现金流的确定程度所决定的。如果一项资产拥有高且稳定的现金流，那么其价值理应高于现金流较低且不稳定的资产。这就好比是两处房产，一处有长期的承租人且其愿意支付高额租金，另一处为投机性房产，不仅租金收入低，而且还会时不时地出现空置。两相比较，显然前者的价值要高于后者。

原则上，我们应该把重点放在绝对估值上，但大多数资产的估值都是建立在相对基础之上的。在相对估值中，资产的估值取决于市场对类似资产的定价。如此一来，当你决定购买一处住房时，你需要先了解一下该区域其他类似住房的价格。就股票而言，

你需要比较该股票与其他类似股票（通常为同一种类股票）之间的价格。如此一来，如果埃克森美孚的市盈率为 8 倍，而其他石油公司的市盈率为 12 倍，那么你就可以买入埃克森美孚的股票。

虽然每一个阵营中都有一批纯粹主义者声称另外一种方法是无效的，但这并不代表就没有中间地带。绝对估值提供的是一个全景式的画面，它可以让你更好地了解企业或股票背后的价值，而相对估值则会让你对价值有一个更贴近现实的预计。总而言之，两者并无优劣之分，你完全可以在某项投资中同时使用这两种方法。事实上，如果绝对估值和相对估值都表明一只股票被低估，那么投资它一定会增加你的胜算。

为什么你应该关心估值？

市场中的投资者拥有各种不同的投资理念。有的是市场择机者，致力于在市场上涨前投资，而有的则是选股者，基于股票的成长潜力和未来预期收益投资。有的着眼于价格表，并将自己归为技术专家，而有的则计算财务比率，依据基础分析投资，他们会深入分析某一公司的现金流，并基于这些现金流计算出一个价值。有的着眼于短期利润，而有的则聚焦于长期收益。对所有这