

★★★★★
中国式估值
专业读本
★★★★★

考拉看看◎著

· 练就投资天眼 ·

解码 估值

· 看穿投资迷雾 ·

价值投资必读

SPM

南方出版传媒
广东经济出版社

内容简介

进入股市后，投资者首先面临的问题是：一家公司或一项资产的价值几何？投资的核心逻辑就是以低于内在价值的价格买入或者以合理的价格买入，但到底什么是企业的内在价值？我们应该如何计算企业的内在价值？

随着资本市场发展的日趋成熟，很多投资者在经历了一番重大投机失败后，往往都会转向研究企业的经营状况，而怎样判断企业的价值也是很多投资者颇为关心的问题。本书采用目前资本市场比较主流的估值方法进行系统详尽阐述，力图让投资者在阅读完本书后就能迅速应用于实战，去赚取属于自己的超额收益。

本书会从估值的基础知识、主要的估值方法、会计与估值、现金流分析及权益估值等多个维度深入剖析如何合理估值，以帮助广大读者找到可靠实用的投资方法。

· 练就投资天眼 ·

解码 估值

· 看穿投资迷雾 ·

价值投资必读

考拉看看◎著

SPM

南方出版传媒

广东经济出版社

— 广州 —

图书在版编目 (CIP) 数据

解码估值：价值投资必读 / 考拉看看著. —广州：广东经济出版社，
2020.4

ISBN 978 - 7 - 5454 - 7088 - 8

I. ①解… II. ①考… III. ①投资 - 研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 286318 号

责任编辑：蒋先润

责任技编：陆俊帆

解码估值：价值投资必读

JIEMA GUZHI: JIAZHI TOUZI BIDU

出版人	李 鹏
出版 发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 11~12 楼)
经 销	全国新华书店
印 刷	佛山市迎高彩印有限公司 (佛山市顺德区陈村镇广隆工业区兴业七路 9 号)
开 本	730 毫米 × 1020 毫米 1/16
印 张	13.5
字 数	158 千字
版 次	2020 年 4 月第 1 版
印 次	2020 年 4 月第 1 次
书 号	ISBN 978 - 7 - 5454 - 7088 - 8
定 价	48.00 元

图书营销中心地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话：(020) 87393830 邮政编码：510075

如发现印装质量问题，影响阅读，请与本社联系

广东经济出版社常年法律顾问：胡志海律师

· 版权所有 翻印必究 ·



做投资为什么一定要学会估值

中国A股市场自20世纪90年代正式开市以来，迄今近30年，截至2018年底，沪深两市的自然人开户数高达1.46亿户。如此体量，已经超过世界上绝大多数国家的总人口规模。然而，令人尴尬和无奈的是，股市“一赚二平七亏”的格局始终未能改变。

在投资实战中，不少人买完股票后，心情总是惴惴不安，夜不能寐。之所以如此，主要是因为对自己的投资标的了解太少，相当于把盈亏的命运直接交给了运气。如果你对标的有更深的研究，懂得它有几斤几两，相信你不会被一时的涨跌搞得心神不宁。

在国际市场上，很多投资大师潜心研究几十年，创建了各种各样的

估值模型，而在国内市场，谈估值的时间很短。但不管你是哪一种风格的投资者，了解估值、懂得估值、学会估值，才谈得上稳健投资，你才不会莫名地慌张，因为你清楚地知道，你为手里的标的资产支付的价格是否合理。由此，也明确回答了很多人的大疑问：投资为什么一定要学会估值？

有人说，大多数股民尤其是散户一直亏钱，是因为A股市场炒作之风过甚，大家一门心思只想赚快钱，不承想当熊市来临，自己成为巴菲特口中的“裸泳者”。

股市涨跌是常态，盈亏的原因也是五花八门，但大部分人没有耐心学习，不愿意花时间去掌握必备的专业知识是关键因素之一。

事实上，要想在股市赚钱，说难也不难。作为投资人，你能否保持良好的心态，学会相关专业知 识，不断磨炼总结，并将这些知识和经验用于新的投资实践中，可谓尤为重要。现在，需要你拿出实际行动，加强学习，持续提升自己，否则你将在自怨自艾中一直亏损下去！

众所周知，股市投资的方式和流派很多，影响股市的因素也有很多，包括政策面、基本面、技术面、心理面、消息面等，每个人喜欢和擅长的方法各不相同。但归根结底，你必须对一家公司到底值多少钱，交易时的股价是高是低有一个合理判断，要搞懂这些，就涉及财务报表分析和公司估值，而公司估值是一切投融资及交易的基本前提。

说到财报和估值，很多投资者一听就头大，觉得这个问题太专业太复杂了。毋庸讳言，要看懂上市公司的财报，的确得具备一点财务知识，至于对公司进行合理估值，似乎也是一件不容易的事情。

为了解决广大投资者的困难和需求，我们还是决定迎难而上，利用

自身在投资市场上的经验，做出最大努力，为投资者撰写了这本书。有意思的是，当真正开始写之后才发现，这项工作难度极大，国内几乎没有同类书，可参考的资料极少。但开弓没有回头箭，尽管困难不少，还得奋力前行。

在内容编排上，考虑到估值涉及的东西太多，为了突出实战和有用性，本书在章节架构上采取了由浅入深的做法。全书共分八章：第一章主要介绍估值的基础知识；第二章侧重讲解估值的主流方法；第三章是财务视角下的估值考量因素；第四章主要解剖公司运营情况；第五章着重讲解会计与估值；第六章则重点介绍了现金流的相关知识；第七章为资本投资和估值过程中必须知道的知识；第八章则为股市投资的一些哲学问题。

估值有很多模型，比如上市公司常用的相对估值法和绝对估值法，非上市公司常用的市场法、收益法、资产法等。但我们不想陷入各种复杂的计算当中，尤其是大多数普通投资者并无高深的数学基础，因此从实用性的角度出发，本书尽量以简单易懂的思路以及便捷、务实的方式，着重阐述了公司估值的主流方式和相关原则。最关键的是，本书尤其重视将估值理论与投资实践联系起来，不仅通过具体的公司案例，对财报知识进行讲解，还对公司的经营战略、竞争战略、管理决策等方面进行了解读。需要特别提醒的是，文中涉及的公司，仅作研究之用，不构成投资建议，据此操作，风险自担。

从读者群体来看，无论你是个人投资者，还是机构投资人士，抑或是股权投资人士，都可以通过本书，学习掌握如何综合评断一家公司的内在价值，并给出科学的定价及合理的购买价格。

有人说，学习是最好的投资。在人生的长河中，我们无时无刻不在学习，学习可以让我们紧跟时代的步伐，赚取财富，获得成就感。愿你在打开本书之后，能掌握适当的工具，做出更加明智的投资决策，早日实现财务自由。

祝你阅读愉快，投资顺利！



第一章 估值的基础知识

第一节	估值的概念	3
第二节	三大估值方法的原理	6
第三节	估值模式的选择	10

第二章 主要的估值方法

第一节	市盈率估值法	15
第二节	市净率估值法	19
第三节	市销率估值法	23
第四节	股利贴现模型	27
第五节	PEG估值法	32

第六节	企业价值倍数估值法·····	37
第七节	重估净资产法·····	39
第八节	格雷厄姆成长股估值公式·····	41
第九节	重置成本法·····	43

第三章 财务视角下的估值考量因素

第一节	与企业具体情况相结合·····	49
第二节	与公司经营好坏相结合·····	53
第三节	与企业财务情况相结合·····	59

第四章 公司营运分析

第一节	经营战略·····	67
第二节	竞争战略·····	78
第三节	管理决策·····	101

第五章 会计与估值

第一节	会计操纵把戏的嘲讽·····	115
第二节	商誉是把双刃剑·····	123
第三节	所有者权益和现金流的谬误·····	127
第四节	内在价值、账面价值和市场价格·····	133

第六章 现金流分析及权益估值

第一节	收益质量分析·····	139
第二节	收入带来的问题·····	146
第三节	自由现金流模型估值公式·····	151
第四节	公司估值的现金流分析·····	155

第七章 资本投资与估值中的必知

第一节	资本投资的重要基本概念·····	171
第二节	投资中尚未解决的四个问题·····	174
第三节	投资价值评估在PE、VC中的运用·····	180

第八章 股市投资的哲学

第一节	知行合一是最难的事·····	187
第二节	复利让盈利奔跑起来·····	191
第三节	成长与价值能否相伴相随·····	194
第四节	烟蒂投资法是否适用于A股·····	199



第一章

估值的基础知识

在投资过程中，我们经常听到人们在谈论价值投资，其中，大名鼎鼎的股神巴菲特是价值投资的代表人物，那么什么是价值投资呢？其实，价值投资与估值密切相关。因为价值投资的理论原理基于一个假设——资产价格永远都围绕着其内在价值而上下波动，长远来看价格会体现价值。所谓“价值投资”，就是在股票价格低于其价值的时候买入，然后持有等待价格反映价值的时候再卖出。股票价格可以直观地看到，那么剩下的事情就是如何确定一家公司的价值了，这就是估值的意义。但必须指出，估值是一件很难的事，而本书的目的就是让艰难的事变得简单！

第一节 估值的概念

公司估值是指对公司的内在价值进行合理评估。公司内在价值取决于公司在未来的总体获利能力。

一、估值概述

通常来说，公司估值是资本市场进行投融资、资产交易的基本前提。对公司合理估值能够使投资者对目标公司或其业务的内在价值（intrinsic value）进行正确评价，从而建立对各种交易进行定价的基础。公司估值是我们在股市投资过程中最重要、最关键的一环，估值是对一家公司的综合判定，无论采用宏观分析、资本市场分析、行业分析还是财务分析等方法，估值都是其最终目的，投资者最后都要依据对公司的估值做出投资决策。公司估值的基本逻辑是：基本面决定价值，价值决定价格。

对公司价值进行评估是我们进行价值投资的关键环节。通过估值，投资者将目标企业的内在价值与其当前股价相比较，才能确定投资的“安全边际”。所以，以科学估值为基础做出的投资决策，才符合价值投资的理念。

最近几十年，与企业价值相关的理论发展出了有效市场理论、资



产组合理论、均衡估值理论、套利理论以及期权理论。在这些理论的支持下，又形成了一整套企业估值的方法，总体上可以分为收入法、成本法、市场法三大体系。此外，还有创业投资估值法、经济增加值法等。

收入法又称为绝对估值法，市场法又称为相对估值法，这两大类估值法下面又分为许多独立的方法。企业估值的对象相对于单一资产评估来说更加复杂，主要原因在于企业资产的复杂性、差异性、层次性、耦合性、动态性以及对环境的开放性等。所以企业估值在实际操作中，已经逐渐从使用单纯的一种方法发展到多种方法综合运用。

可以预见，随着企业估值研究不断取得新发展，未来还将会有新的方法加入现有的、已经非常庞大的估值体系中。本书后面几章将为广大读者详细讲解目前市场上主要的企业估值方法。

二、影响公司估值的几大关键因素

早前，很多人听说“估值”一词，更多来自资本市场。比如，某人想对一家公司进行长线投资或价值投资时，自己会翻看目标公司最近几年的财报和券商给出的研报，然后再根据最新信息做出交易决策。

事实上，估值适用的范围很广。无论是企业并购，还是非上市公司引进新的战略投资者或新股东时，都会涉及企业估值。甚至，对遍地开花的创业公司来说，估值尤为重要，因为这将决定创业者在融资时需要转让给投资者多少股权。值得注意的是，早期阶段公司的价值接近于零，而估值则要高出很多。

举例来说，某创业者希望融到100万元的资金，自己转让公司的10%的股权，则该公司投资前的估值是1000万元左右。那么，这是不是意味

着该公司当前价值1000万元呢？显然不是，这是因为投资人会对这家创业公司的发展前景、市场优势、高管团队等各方面进行综合考察研判。而最终投资者给出的价格，可能远远低于1000万元。

那么，哪些因素会影响公司的估值呢？客观来说，影响估值的因素较多，但主要的关键因素有如下几个：

（1）企业是否有成熟的商业模式。试想一下，如果企业的业务方向或商业模式老是变来变去，始终无法稳定下来，说明企业发展的稳定性出现了问题，势必会影响其估值结果。

（2）净资产收益率是否合理。通常来说，净资产收益率越高越好，上不封顶，下限起码得高于同期银行存款利率，如果稳定性较好，则估值较高。反之，如果长期难以保持稳定性，则估值相对较低。

（3）企业的产品或服务是否具有独特性。企业产品或服务的独特性，与一个人拥有某种与众不同的特殊能力一样，如果很难被替代，或者竞争者很难追得上，则可以带来较高的经济回报，对估值结果影响较大。而那些产品可替代性强，或品质一般的公司，估值相对较低。

（4）企业是否拥有竞争壁垒。一家企业一旦拥有竞争壁垒，好处是显而易见的，包括可为企业开展有效的进攻性营销活动提供良好的营销基础、有利于向竞争对手发出强烈的警告、在激烈的市场竞争中碾压对手等。

（5）成长性是否足够好。成长性与一家公司未来获得现金流和利润的情况密切相关。一般来说，成长性越好，公司估值越高。

（6）管理团队是否团结且高效。目前，不少风投机构首要考虑因素往往是领军人才和管理团队，其次才是项目的增长和投资回报率。由此可见，一个强有力的管理团队对企业的发展壮大何等重要。



第二节 三大估值方法的原理

一、收入法的原理

企业的价值究竟取决于什么？这是我们进行企业估值首先要面对的一个问题。不同的估值方法对这个问题的答案是不一样的。收入法认为，企业价值既不取决于其拥有的资产价值，也不取决于曾经取得的盈利，而是取决于该企业未来的现金流收入。

企业的价值可分为经营价值、清算价值、并购价值等几大类。收入法进行企业估值首先就要计算企业的经营价值，通过对企业过往绩效的分析、对财务数据的预测、计算企业现金流与折现率等步骤可以得出企业的经营价值。另外，还需要正确评估非经营性资产的价值，包括持有现金和有价证券，缺乏流动性的投资，如不进入合并报表的子公司等。接下来需要计算企业非权益类索求权的具体数额，包括负债、经营性租赁，或有负债、优先股、员工期权、少数股东利益等。用企业的经营价值加上非经营性资产价值，最后减去非权益类索求权价值，就可以得到企业股权的价值了。

收入法又叫作绝对估值方法，其特点是主要采用分红或者现金折现的方法，如股利贴现模型、自由现金流模型等。