

在我们正式开始讲估值篇之前，为了让大家更好的理解价值投资的理念，也为了让大家对如何评估企业的内在价值，有更深认知，我先行列出一份书单。方便大家在课程之余，进一步学习相关知识。

秉持一贯的“少即是多”的原则，我只会针对性的推荐少量书籍。因为推荐的书籍太多了，容易让大家产生抗拒学习的心理。下面的书单，都不算大部头，但却让我在阅读的过程中，学到了很多。当然，为了兼顾部分读者基础相对薄弱的问题，我所推荐的书籍，**都没有阅读门槛，刚入市的投资者，可以学到很多**；而入市多年的投资者，也可以查漏补缺，弥补自己交易系统

中的短板。

整个书单，我会按照理念、估值、策略的顺序来推荐。缺失的研究部分，大家看我的公众号——叶孤城2006就好。因为我相信，找不到比我的公众号，门槛更低、写得更用心的研究方法总结了。

第一部分，关于理念部分，我给大家推荐的是，《巴菲特致股东的信》和《穷查理宝典》。虽然市面上，关于巴菲特和芒格的书，已是占满书店的一面墙，但遗憾的是，两位大师都未亲自写书。而价值投资的奠基人格雷厄姆，虽然出版了《聪明的投资者》等书，但因为出版时间相对较早，具有很强的时代烙印，仅供学有余力的读者参考。

《巴菲特致股东的信》，主要是股神巴菲特写给伯克希尔哈撒韦股东的书信集，也是价值投资者非常难得的学习资料，建议大家都去读一下。书中论述了公司治理、公司财务、兼并与收购等投资方面的内容，是一本既精炼又富于实用性和教育性的投资手册。

《穷查理宝典》，是查理芒格的演讲集，体现了芒格对投资的理解。贯穿全书的内容，也展示了芒格的聪慧和机智，其令人敬服的价值观念和深不可测的修辞天赋，也是这本书的巨大特点。读这本书，最大的好处是，可以让大家在短期内，对人生有更深入的理解。

第二部分，关于估值方法，我给大家推荐的是《战胜华尔街》和《巴菲特的估值逻辑》。彼得林奇作为共同基金届的金字招牌，又被誉为“股票天使”。市面上，关于他的书很多，但只有这本《战胜华尔街》可以确信是他自己写的。在这本书中，**有很多经典的估值案例**，对刚入门的投资者很有用，对投资经验丰富的投资者，用来梳理自己的投资方法，也很棒。而《巴菲

特的估值逻辑》这本书，讲的是巴菲特的20个估值案例。需要注意的是，前三个案例，因为距离现在太久了，而且当时那种低估值的情况国内很难出现，粗略的看一下就好，但从美国运通的案例开始，就很好了。非常有趣的是，这两本关于估值的书，都是非常优秀的基金经理本人所写。所以质量是完全有保障的，非常值得一读。当然，所有为大家推荐的六本书，都相对入门和经典，都是大师们投资思想的直接体现。

第二部分，关于交易策略，我给大家推荐的是《股票大作手操盘术》和《海龟交易法则》。李佛摩尔的事迹，是没什么争议的，包括在美国，也认可他天才交易员的地位，虽然到了21世纪，在发达市场，他的思想已经不再被使用，但对学习而言，对完善大家的交易体系而言，这本书还是有很强的参考意义的。与彼得林奇类似的是，除了这本书之外，市面上他的其他书籍，多是记者代笔或者出版社杜撰的。

关于《海龟交易法则》，是一个交易大师用来培训新手的方法。我觉得也不错，适合读一读。虽然对于大资金而言，更需要的对行业的深度理解，依靠行业配置和重仓股来实现超额受益，纯粹的交易能力对收益的影响已经相对有限。但对小资金来说，积累交易经验，还是很有必要的。理念部分，推荐的是两位绝对的大师，分别是巴菲特和芒格。估值部分，推荐的是两位基金经理。策略交易部分，推荐的是两位靠交易改变人生的交易大师。这些书，在我读了之后，还是深深以为，这些大师的水平和对投资的理解，远超于我们，值得每年翻出来读读。这次就推荐这么多，与公众号18年初给的书单，略有不同，主要是进一步做了精选，同时也是为了与课程做到有效的互补。

为什么理念篇之后，要率先讲估值呢，这是因为价值投资的定义，就是判断企业的内在价值，并在价格偏离企业内在价值时买进或卖出证券。那么显而易见，如何评估企业的内在价值，就是我们实践价值投资的重中之重。此外，我们面对的投资世界，是非常主观的世界，而估值是一个客观的工具。掌握了正确的估值方法，就像在黑夜中，我们有了航行中指路的灯塔一样。

而按照是否可以进行估值，我们将企业分为三类：

第一类是无法进行估值的企业，比如大量不创造自由现金流的企业或者创造的自由现金流难以估算的企业；

第二类，属于企业虽然经营的不好，但拥有一定的清算价值。美股经常会有此类情况，就是企业虽然一般，但清算价值却大幅高于企业的市值。而这时候经常有人会买下整个公司，然后进行肢

解拍卖，并且获利不菲。这种情况下，企业的估值就用格雷厄姆的方法，也就是说企业价值等于它的流动资产减去全部负债。

第三类，也就是正常经营并可以创造自由现金流的企业，我们的估值方法，主要针对这类企业展开。

在学习估值分析方法之初，我需要强调两点：

1. 估值方法本身，并不难，而且也是非常有效的方法，但多数人学不会用不好的原因，在于不了解各种估值方法的适用范围，从而因为胡乱套用，最终导致差之毫厘、谬以千里。
2. 估值方法，并不能告诉我们一个确切的数值，低于这个数值就买入，高于数值就卖出，然后就能稳赚不赔。它带给我们的，是一种思想，就是低于一个合理估值的范围后，我们就可以买入，而偏离合理估值的程度越大，长期来看，获利的概率和潜在回报也就会更大。而说估值是一种思想，还有一个原因是，市场整体的估值水平，还受到流动性和政策的影响。因为钱多了，所有资产的价格都会倾向于上涨，整个市场所有股票的估值也会提升；而当市场流动性不足，缺钱的时候，所有资产的价格都会倾向于下跌，整个市场所有股票的估值也会下降。

在明确了目标企业可以使用估值方法后，还要注意相应估值方法的使用范围，以及估值更多是一种思想，它告诉我们的的是一个可以布局的股价区间，而非一个绝对值。

现在，我们开始正式的来讲解估值方法。

估值方法有很多，但大体可以分为相对估值法和绝对估值法。相对估值法，又称为可比公司法，是指对公司估值时将目标公司与可比公司对比，用可比公司的估值衡量目标公司的估值。书本上的定义，有些绕，我给大家解释下。所谓相对估值法，就是采取跟其他企业比较的方法，来判断企业是低估还是高估。这时候，可比公司的选择，就显得尤为重要。

常见的相对估值方法，包括市盈率估值法、市净率估值法和市销率估值法等。

而绝对估值法，又叫做贴现法，是通过对上市公司历史、当前的基本面分析、和对未来反映公司经营状况的财务数据的预测，获得上市公司股票的内在价值。换句话说，就是我买了这家公司后，它未来到底给我带来多少分红、或者多少自由现金流。

常见的绝对估值法，主要包括股利贴现模型和自由现金流贴现模型等。

因为绝对估值方法，更符合价值投资关于企业内在价值的定义。而作为股东，我们投资企业的目的，如果是投入规模很大，占有企业股份足够高时，主要是获取这家企业的未来现金流。如果是作为小股东，类似多数股票投资者，我们获利的方法，主要是企业发放分红和股票交易价差。所以，通过对企业的分红或者企业未来的自由现金流进行贴现。是最符合投资，或者说价值投资的理念的。

此外，我们都知道，巴菲特最看重的财务指标是 ROE，也就是净资产收益率。而巴菲特最喜欢的估值方法，就是自由现金流贴现模型。其作为股神巴菲特最钟爱的估值方法，原因无非是，这种方法更贴近价值投资的本质。

在此多说一句。为什么日常生活中，我们更多使用市盈率为代表的相对估值法呢，其实背后的原因，我认为主要有两个：

1. 市盈率特别容易计算，就是股价除以每股收益，简单到，连小学生都可以轻松计算出来。所以，在由散户占据主导地位的 A 股市场，这种方法自然非常流行。毕竟对于很多人来说，搞清楚“贴现”二字的定义，或者搞清楚自由现金流贴现模型的公式，已是非常困难的事情了。但投资的有趣之处在于，搞清楚估值方法背后的思想，远比搞清楚这些公式的计算过程要有价值的多。
2. 这与 A 股所处的时代有关，2019 年初的 A 股，虽处在受外资的影响下，价值投资大潮全面到来的时代，但多数证券记者、股评家和分析师，因为自身的水平和经历，导致更频繁的使用以市盈率为代表的相对估值法。以证券分析师为例，他们多数毕业于名牌大学的理工科专业，并且没有深厚的财务或者金融知识基础，所以对市盈率估值法，天然接受起来更快。

但说完这两个市盈率估值法特别流行的原因后。我对未来做出两点展望：

1. 在未来，以自由现金流为主的绝对估值法，因为更符合价值投资的定义，会更加频繁的被国内分析师等所采用。比如我在跟外资交流时，就能明显的感觉到，它们基本以使用绝对估值法为主。而自由现金流等绝对估值法，更要求企业有好的现金流，而不是像绝大多数 A 股企业那样，市盈率并不高、但盈利的质量很差，导致只有账面盈利而没有现金流。

2. 大家未来会更加注重对企业商业模式的研究。因为，只有当一家企业的商业模式足够优秀，谈得上护城河时，它才可以为股东持续的贡献现金流，而不是只会频繁融资、主营业务没什么现金流的账面盈利。

我说到这里，大家可能会突然明白。为什么 A 股整体估值不高，但外资买的主要是白酒、家电、银行和保险呢，因为稍微浏览下白酒和家电的财务报表就可以明白，它们的利润都是真实的现金流，而且竞争格局稳定，未来可以持续的贡献现金流。所以，哪怕我们只是简单的去讲估值方法，我也希望大家明白，外资之所以选择部分公司进行投资，到底是因为什么。而这个原因，我们可以从投资理念、从研究，甚至可以像今天这样，从估值方法来验证外资为什么主要买这些企业。

当然，在我说完这些之后，肯定会有人说。你说的这个我不信，我不认为国内以后会以绝对估值法为主，因为散户学不会。其实回看历史，如果你在第二次世界大战之前，投资美股；或者 2000 年以前，去投资 A 股，你都会惊奇的发现，当时的分析师，竟然主要用的是技术分析，也就是俗称的画图。而时代在前进，美国的分析师，早已淘汰了道氏理论和技术分析，那么中国的股市，为什么就不会呢。

看似无意，实际上，为了达到这样的授课效果，对于课程的大量细节，我和开发团队，都进行了反复的讨论。而本套课程的开发，跟我平时的公众号夜报，以及我的小密圈，都秉承着相同的原则，就是把复杂的东西，简化到让普通人都能明白。所以，在此真心希望，大家可以多听几遍课程。本次超低价课程，虽然耗时耗力，但我从未考虑降低课程的质量，或者把课程作为赚钱的工具。而是回到我写公众号的初衷，就是把正确的方法，讲给更多的人听。相聚有时，因为这样或那样的原因，可能我跟大家的联系，突然就断了。而我只希望，在切断之前，可以有更多人收到我的知识，并从中汲取正确的投资知识。而不再受到各路股神的欺骗，今天教你看大盘猜涨跌，明天给你讲阴谋论，将大部分由市场合力决定的指数走势，说成是少数主力的刻意为之。

虽然深处尔虞我诈的二级市场，但熟悉我的朋友都知道，我属于典型的文艺青年。而我最喜欢的作家王小波，曾经说过一句话，也是我的座右铭，就是：我活在世上，无非想要明白些道理，遇见些有趣的事。倘能如我愿，我的一生就算成功。

好，我们言归正传，刚才，我们讲了为什么面对绝对估值方法和相对估值方法，我们先讲绝对估值方法，这是因为，它更加契合价值投资的本质。此外，我们还讲了，绝对估值方法，之所以重要，之所以在欧美是最主要的估值方法，之所以必将是未来 A 股最主流的估值方法，这些观点背后的原因。

而两种常见的绝对估值方法，分别是股利贴现模型和自由现金流贴现模型。

谈到股利贴现模型，先说下什么叫贴现。贴现，也叫做折现，是指将未来收入折算成等价的现值。该过程将一个未来值以一个折现率加以缩减。而把未来的现金流量折算为现在的现金流量时所使用的利率，就被称为折现率。打个比方，如果贴现率是 10%，那么明年的 110 元，就相当于今年的 100 元，后年的 121 元，就相当于今年的 100 元。贴现的计算公式，可以看视频中的图片。此外，票据贴现也是商业银行的一种常见业务。而贴现率，每个人计算时会选取不同的标准，这源于每位投资者资金的机会成本是不同的。

股利贴现模型，英文中翻译为 Dividend Discount Model，简称 DDM 模型，是一种很常见的股票内在价值评价模型。

在讲述估值模型的时候，之所以会读到它们对应的英语单词，是因为我们的估值方法，都源自欧美，读一遍它们的英语单词，有利于大家知道它的本意，以及了解它的字母简称的来源。比如股利贴现模型，经常被简称为 DDM 估值模型，而自由现金流贴现模型，也被简称为 DCF 估值模型。

股利贴现模型强调，股票的内在价值是其逐年期望股利的现值之和。但这个方法，在国内基本无法适用，这是因为 A 股的绝大多数公司因为利润不足，难以分配股利，而且普遍存在大股东一股独大的问题，导致普通投资者无法控制股利分配，从而使得股利分配不具有持续性。

而股利贴现模型的应用范围，也有如下明确要求：

1. 公司有稳定的支付股利的历史；
2. 管理层有清晰的股利分配政策，比如年报中说的很清楚，一旦满足什么条件，就分配多少；
3. 不存在大股东可以操纵股利分配政策的情况，但国内普遍是一股独大，大股东操纵股利分配，导致股利分配不可持续。

所以，按照这三点要求去找，我们发现，符合该模型的公司，屈指可数。主要集中于成熟的行业或公司，类似银行股，还有长江电力、大秦铁路这种的高分红公用事业型股票。

因为适用的个股实在太少，所以这种估值方法，在国内基本没有被使用。

下来，我们开始讲述本节课的重点，也就是最重要的绝对估值方法，就是自由现金流贴现模型。

首先，我需要告诉大家的是，严格的估值计算，是一件非常复杂的事情，因为它取决于很多假设。我们能做的只有两点：一，是在最合理假设下给出结果，二，是给出这个结果的安全边际。当我们得到一个估值的结果，并在一个有安全边际的价格下买入后，一切也并未结束。而是我们需要先搭建一个框架，这个框架主要包含企业基本面、估值分析和估值驱动因素，后续工作就是跟踪基本面的变化和逻辑变化，以及它对于最后估值的影响。

在应用任何估值方法时，大家要记得。一个资产的内在价值只有一个值，而不会有两个值，如果你用绝对估值法和相对估值法，算出来了不一样的结果，那么两个结果一定有一个是错误的。而在实际操作中，选择合适的估值方法，非常重要。但具体使用哪一种，到底是市盈率、市净率、市销率还是自由现金流贴现法，主要看哪种方法可以更好的反映相应上市公司的收益和风险。

当我们使用市盈率计算法时，是“模糊的正确”吗？现金流贴现法，做那么多假设算出的结果是“精确的错误”吗？这个问题，我想是非常困扰刚学习绝对估值法的投资者的。实际上是，刚好相反，巴菲特的原话是说，可比法也就是相对估值法是精确的错误，而现金流贴现法是模糊的正确。因为只有现金流贴现法下，才能够对风险和收益的重要影响因素有概念，而可比法直接拍一个多少倍市盈率，其实没有任何风险和收益的概念。

而面对自由现金流贴现法，我们先来看看视频中的公式：

在这个公式里面，大写的英语单词“V”，指的是企业的评估值；小写的英语单词“n”指的是企业存续的年限；CFT指的是企业或者资产在第t年产生的自由现金流；小写的英语单词r，指的是折现率。

整个公式看起来很复杂，其实很简单，就是把未来每一年的企业自由现金流，进行贴现，然后累加。

考虑到本套课程，是一套从零入门到进阶的课程，所以在这里，我们重要的是讲估值方法的实战。而不会拘泥于数学公式的推导和计算，对计算过程感兴趣的同学，可以在搜索引擎上找到与此有关的众多资料。

在学习自由现金流贴现法时，有几个重点需要强调：

1. 资产或企业的内在价值，只取决于企业未来的盈利能力，而与包括ROE等过去的财务指标无关。企业在未来，净资产收益率也就是ROE可能下滑，但只要企业所创造的自由现金流维持增长，那企业就在变得更好。所以，使用每种方法时，大家不要混淆。
2. 投资的目标是获取收益。但计算收益的方法有很多，比如每股盈利、企业的收入和利润等等，但这些方法都不对，只有自由现金流才是收益。如果大家能够深刻的理解这一点，在未来每次阅读企业财报时，更加关注企业的自由现金流，而不是单纯的账面净利润，那么在投资理念上，就将是一个巨大的进步。甚至可以说，如果大家养成这个习惯做投资，不仅可以回避很多坑，还可以让自己对价值投资的理解，有一个质的飞跃。
3. 只有自由现金流才是真正的收益，而自由现金流就是“不受任何约束的现金”，是企业对股东所创造的全部价值，或者说最大化可以进行分配掉的价值。

下来，我们进入本节课的重点，就是如何运用自由现金流贴现法进行实战。其实我在公众号中，就已经讲过思路，那就是应用它进行极值的分析，获得一个有安全边际的低估区间。用现金流贴现法计算企业的内在价值时，它的结果对贴现率等假设非常敏感。从数学的角度说，就是只要调整贴现率，你可以得到任何你想要的结果。而估值，本质上是一种方法，但在实践中，很多分析师和投资者，却是先有结论，再去倒推，从而使得现金流贴现法丧失了意义。下面我借助一个具体的案例，为大家讲述这种实战方法。

而极值的思维，就是借助这种方法，可以让我们知道，这个企业在最惨的情况下，至少值多少钱。在2018年底的时候，我曾经反复讲过一家公司——格力电器，说我认为在2000亿市值附近，它就属于低估。而原因，就是我认为在极值，也就是最惨的情况下，格力也值两千亿。而我的假设是，格力在未来十年，自由现金流没有任何增长，而每年维持2018年的水平。而这就属于一种极值的思维，因为任何对格力电器稍有了解的人，都会发现，格力在未来绝不会不增长的。

按照自由现金流以及净利不增加的假设，我们对未来十年的格力电器净利润进行贴现，然后累加，就得到了我们所要的极值状态下的内在价值。需要注意的是，这里面，我们用的是预估的净利润，而不是自由现金流。这源于我们只是借用自由现金流贴现法的思想，用净利润去预估企业的内在价值。而实际上，对于格力电器这样的企业，它所创造的自由现金流是要超过净利润的，而采用可以预估的净利润进行估算，是一个不错的办法。毕竟企业未来的自由现金流，想预估实在太难了。

这里面，之所以选择十年，是因为十年之后的净利润，经过贴现后，已经所剩不多，而不计算十年之后的数值，等于你持有十年后的收益属于白送，而这部分白送就相当于安全边际。所以，这进一步反映了，我们计算的是企业极值下的内在价值，是投资中包括了安全边际的内在价值。至于贴现率，我选择的是8%，因为在我看来，我的资金成本就是8%，因为相对银行理财4%的收益率，以及高风险信托7%的收益率，我觉得8%是一个可以接受的数值。

展开计算后，我们会发现，2018年格力电器的净利润，当时估算为270亿多一些，谨慎的就按照270亿计算吧，假设后面每一年盈利不变、经过贴现后，也就是用270亿除以 $(1+8\%)$ 后，就变成了250亿、以此类推，可以得到231亿、214亿、198亿、184亿、170亿、158亿、146亿、135亿。而累加之后，这十年得到的结果是1976亿，也就是差不多2000亿。

而事实上，在我给出这个2000亿的结果后，格力电器在2018年年底，最低时市值达到2100亿。从这角度说，这个计算方法，为我们的实战，提供了非常坚实的理论基础。

当然考虑极限情况下的企业内在价值，并非就认为企业自由现金流或者净利润不增长。比如消费品企业，因为稀缺性和通货膨胀，就算产量不增长，其利润也会有一个不错的增长。但这个时候，给予增速的略微变化，或者贴现率的略微变化，会导致计算出来的企业内在价值，出现很大的变化。比如在2018年，我反复提到一家公司——五粮液，我的观点是60元之内的五粮液，长期来看，没什么风险。也说过，50元附近的五粮液，风险收益比非常高。而这个50元，就是基于五粮液未来九年可以实现15%的净利润增长。然后对其2018年和未来九年的净利润，合计十年的预估利润，按照8%的贴现率进行贴现后得到的。但实际上，如果对8%的贴现率进行小幅下调，大家会发现，计算出来的结果也可以是60元。这也很好理解，并非每个人资金的机会成本都是8%，所以长期来看，50元到60元的五粮液，都是不错的标的，无非是安全边际的高低，以及可买入仓位的多寡罢了。当然，我想借此说明的是，估值方法告诉我们的是一个区间，而绝非是绝对的数值。但这个区间，并不是无限大的，更不是可以进行随意调整的，它背后所反映的估值思想，才是重中之重。

在这里，借助格力电器和五粮液两个案例，我用最简单易行的方式，为大家讲解了，如何在实战中，使用自由现金流贴现法的思想，计算企业的内在价值。

在最后，我必须再次强调，每种估值方法，都有自己的使用范围。而自由现金流贴现法，天生只适合用在现金流很好的企业，而在A股，主要就是白酒、家电、日常消费品和部分公用事业和金融类企业。