

前面三章，我们讲了巴菲特选股的三个核心标准，一流业务，一流管理，一流业绩，具备了这三条标准的好公司，是不是就肯定有好股票，你闭着眼睛买进，就肯定赚大钱呢？来必。

有一个这样的故事：

一只乌鸦坐在一棵高的大树上，天天往那儿一坐，什么也不干，嘎嘎嗖唱着歌。在地上跑的小兔子非常羡慕它。小兔子说：“乌鸦大哥，我非常羡慕你，你天天坐在树上什么也不干，我能像你这样坐着什么也不干吗？”乌鸦说：“小兔子弟弟，你当然可以了”小兔子说：“真的吗？”乌鸦说：“真的可以。”小兔一听，就往那树底下一坐，什么也不干，晒着太阳，哼着歌，舒服得快要睡着了。突然，来了一只大饿狼，一口就把这只兔子吃掉了。

这个故事的寓意是什么呢？它告诉我们，如果你想坐在那里什么也不干，你必须坐得很高。在公司里，你要想天天坐在那里什么也不干，那你的职位必须很高。在股票投资上，如果你也想天天坐在那里什么也不干，看着你的股票的股价一天一天地往上涨，那你买的股票必须价值很高，远远高于你付出的价格。巴菲特有句名言：价格是你付出的，价值是你得到的。

如果你要想使你投资的这只股票非常划算，无论股市发生什么样的情况，都能保证取得满意的投资回报，那么这只股票的内在价值就必须很高，远远高于你付出的价格。高到什么程度，才算是很高呢？按巴菲特告诉我们的，就是要用4角钱去购买价值1元钱的股票。付出的价格只有4角钱，而得到的价值却有1元

钱，相当于我们去超市买东西，打了4折，真是便宜得很啊。

买东西的折扣越高越合算，买股票的折扣越大越安全。买股票的折扣，用巴菲特的话来说就是价格低于内在价值形成的安全边际，安全边际越大，你的投资越安全，投资回报率也就越高。折扣的大小是相对的，安全边际也是相对的，参照物都只有一个：内在价值。

巴菲特在伯克希尔 1992 年的年报中说：“内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业相对吸引力提供了唯一的逻辑手段”

英国大文豪萧伯纳有句名言：“经济学家知道任何东西的价格，而对其价值却一无所知”

其实不光是经济学家如此，我们大家都是如此。我们去超市买东西，任何时候，这些东西的价格都是明摆在那里，任何人一看便知。但是，任何时候，这些东西的价值都是暗藏在那里，任何人都看不见，摸不着，我们只能大致估算。我们在股市买股票，股票的价格明明白白、清清楚楚显示在那里，具体到一分一厘，任何人都能清楚地看到。但一说起股票的内在价值，却没有人看得到，没有人说得准，我们也只能大致估算。

在投资上，人人都能看清的价格并不重要，人人都看不清的价值却非常重要。买东西，你越清楚东西的价值，你越不会吃亏，越可能买到价廉物美的东西。买股票，你越清楚股票的价值，你越不会亏本，越可能买到质优价廉的股票，让你有机会大赚一笔。但是，如果你购买一只股票的价值仅仅略高于它的价格，那么你这个投资就不太安全，不太可靠。万一股市突然调整，有可能你的投资就会被股市这个大饿狼吃掉了，因此巴菲特在投资过程中，最关键的环节就是评估股票的内在价值是多少。

不知道你坐得有多高，就不知道你是安全还是危险。不懂价值评估，就不知道你的买入价格是过高还是过低，就不知道你投资这只股票是安全还是有风险，就不可能进行真正的价值投资。巴菲特告诉我们，价值投资就是用4角钱的价格买入价值1元钱的股票。前提是你知道这只股票的价值是1元钱，才敢用4角钱去购买。抄底，关键在于你对股票的价值心里有底。否则它会让你赔得见不到底。

巴菲特在50多年投资生涯里的重大投资上从没有发生过亏损，而且每一次投资收益率都很高，可见他的估值相当准确，那么巴菲特是如何评估一家公司股票的价值呢？他估值的秘诀是什么呢？

巴菲特评估内在价值的方法经历了三个阶段：他从他的老师格雷厄姆那里学到了两种方法，后来他发现这两种方法虽然简单实用，但都不太准确可靠。他就自己选择了一种新的方法，这种方法更准确、更可靠，也成就了巴菲特一代股神的地位。

那么巴菲特评估价值的方法到底是什么呢？

我们下面就来逐一分析巴菲特的三个估值方法。

第一，评估资产的价值。

第二，评估赢利能力的价值。

第三，评估现金流置的价值。

1. 最简单的资产估值方法

巴菲特从他的导师格雷厄姆学到的第一种估值方法，就是根据资产来评估股票的价值，这就是格雷厄姆赖以成名并被尊称为当时的“华尔街教父”的价值评估方法。

根据资产来评估股票价值，是最简单的一种估值方法。首先我们要看公司净资产的账面价值是多少。我们只要看公司的资产负债表就马上知道了。先看看一个公司的资产负债表左边一栏，最后一行的合计数字，就知道资产总额是多少。然后再看看右边一栏中间的负债总额是多少。资产总额扣掉负债总额，剩下的就是属于所有股东的净资产总额，也叫股东权益。一般在资产负债表右边一栏倒数第二行。净资产再除以这个公司的总股本，得出来就是每股净资产。每股净资产就代表了一只股票享有的账面资产价值，我们有时也称此为每股账面价值。

听起来有点专业，其实很简单。比如，你跟你妻子一起买了一套价值 100 万元的新房。小两口刚上班没多久，没这么多钱，只有 50 万元，那怎么办呢？再向银行贷 50 万元。也就是说，你们拥有的这套房子资产总额是 100 万元，你们俩的负债总额是 50 万元。100 万元的资产扣掉 50 万元的负债，剩下这 50 万元就是属于你们俩的净资产。对于你们俩来说，这个房子属于你们俩的资产价值只有 50 万元。

那么是不是这 50 万元就代表了你们拥有这个房子的真实价值呢？不一定。这只是账面价值。账面上记录的只是你们购买这套房子的历史价值，因此账面价

值往往不等于实际价值。假设你们的房子买了半年之后，房地产市场非常火，你们的房子升值了，从原来的 100 万元升值到 200 万元，那么现在你们拥有的这套房子实际价值是多少呢？200 万元的市场价值，扣掉你们俩的负债 50 万元，就是 150 万元。房子只增值了 1 倍，但是属于你们的净资产实际价值从原来的 50 万元增值到 150 万元，增值了 3 倍。所以说，我们根据资产价值判断一只股票的内在价值时，我们除了看财务报表上的每股净资产的账面价值，更要根据这家公司资产实际的市场价值，来判断这家公司股票真实的资产价值是多少。巴菲特的老师格雷厄姆正是依靠这个重估上市公司资产的实际市场价值的方法，在股市上一战成名，奠定了他华尔街教父的地位。

1926 年，格雷厄姆注意到，美国北方石油管道公司股价只有 65 美元，但是这家公司投资了大量的铁路债券，这些债券的市场价值除以总股本后每股价值就高达 90 美元，也就是说光是这些债券的实际价值，就已经远远超过了股价。格雷厄姆于是大笔买进，一共持有了这家公司 15% 的股份，后来还想办法进入了这家公司董事会，经过一系列的斗争，说服这家公司管理层把铁路债券全部给抛掉，用卖掉债券赚的钱给股东发了每股 70 美元的红利。同时这家公司股价也持续上涨，格雷厄姆就从这一只股票上每股就赚了 100 美元。65 美元的买入成本，100 美元的赢利，投资收益率将近 1.5 倍。

这正是巴菲特从他老师格雷厄姆那里学到的估值第一招：选股要选股价远远低于每股资产价值的股票。

1954 年，巴菲特只有 24 岁，还在他老师办的投资公司打工当学徒。他用同样的方法发掘了一个资产价值被严重低估的股票。这家公司叫新贝特福德公司，股价每股只有 45 美元，但是这家公司账上有大量的现金资产，除以总股本，每股现金资产就达 120 美元。巴菲特一看，天下哪里能找到这样的便宜货，于是大笔买进，也大赚了一笔。1956 年，格雷厄姆年纪大了，决定解散公司。26 岁的巴菲特回到家乡，独立创业，成立了一家投资管理公司。他完全模仿格雷厄姆的投资策略，寻找那些公司资产的实际价值远选高于账面价值的股票，结果投资回报率也很高，很快赚了不少钱。

但是，巴菲特逐渐发现，这种方法越来越不灵了。为什么不灵了呢？

因为这种方法太简单了，每个人一学就会，一用就灵。用的人多了，就会导致市场上股价低于账面价值的股票越来越少，低于资产实际价值的股票也越来越

少了。同时，巴菲特也发现，大多数公司的资产并不会升值，实际价值往往是越来越降低，不是越来越高。比如，公司的机器设备在使用中会磨损，会过时，所以工厂的资产大部分都是贬值的。厂房也是如此，对于一家公司来说，它的厂房要用几十年，最终这个厂房也会报废，也会贬值。所以你会发现公司的资产大多数只会越来越贬值。所以说，股价低于账面价值，从资产上来看是合理的。公司账面上记录的是购买这些资产的历史成本，但随着时间的延续，这些资产日渐磨损过时，实际价值就会低于账面价值。因此仅仅根据每股账面资产价值，来估计公司股票的内在价值，是非常错误的。一看股价低于每股账面价值，就以为捡了大便宜，实际上可能吃了大亏。因为公司资产的实际价值可能远远低于账面价值。不信，看看你买的衣服、电视、汽车，全部都贬值得远远低于你购买的账面价值。

可能读者会觉得这个道理太浅显了，但是巴菲特却是付出了惨痛的教训才明白了这一点。

1965 年巴菲特购买了他现在控股的伯克希尔公司的股票，拥有了控股权。这家公司原来是做纺织业务的。那时美国的纺织业务那是江河日下，一天比一天萧条。为什么呢？因为受到亚洲这些发展中国家低成本劳动力的强烈冲击。美国的纺织厂接二连三地倒闭了，都被亚洲国家的纺织厂给挤垮了。收购后的 20 年期间，巴菲特手下的伯克希尔纺织厂管理人员用尽一切方法，维持这个纺织厂的运转，但到后来再也维持不下去了，投入的钱都打了水漂。后来，巴菲特实在没办法了，只好把纺织业务全部关掉。

伯克希尔纺织厂的面积多达 75 万平方英尺，其设备的购买成本高达 1 300 万美元，经过一系列折旧，账面价值还有 86 万美元。就是这套设备，如果重新购买，起码要花 3 000 万美元。那么，账面价值只有 86 万美元，从市场重新买一套这种设备要花 3 000 万美元，是不是这个纺织厂的资产价值被严重低估了呢？大家看一看巴菲特这个纺织厂的结局就知道了。他把这批市场价值高达 3 000 万美元的设备拿去拍卖。拍卖到手多少钱？16 万美元。他前两年新买的纺织机，当时一台 5 000 美元，拍卖的时候，巴菲特一台开价 50 美元，结果还是没人要，最终只拍到了一台 26 美元，相当于卖废铁的价格，连付搬运工的运费都不够。

巴菲特感叹：有些投资人在买卖股票时，把账面价值看得很重，就像我早期

一样，也有些经济学家相信资产重置价值是估算一家公司股价是否合理的重要参考依据。关于这两种说法，我在拍卖纺织机器设备时就好好地上了一课。

这个教训让巴菲特明白了，所谓资产的账面价值、资产的重置价值，都是虚的，如果这家公司不生产，不能赚钱的话，什么设备都是白搭。就像我们买一个电脑，如果这个电脑不能工作的话，那你说它硬盘值多少钱，它的键盘值多少钱，那都白搭。这个电脑不能工作，就一分钱都不值。同样，如果一家公司不能经营、不能赢利的话，它有再多的资产，再好的资产，也只会严重贬值。

购买股价远远低于账面价值的烂公司的股票，相当于花了小钱买了张旧船票，上了一条破船。便宜是便宜，上了那条破船后，才发现船底有很多破洞，不停地在漏水。巴菲特说：如果你发现自己在一艘长期漏水的船上，那么造一艘新船要比补漏洞有效得多。

巴菲特早期投资生涯中买入股价大大低于每股净资产账面价值的股票，赚了很多钱。但是到了1965年投资伯克希尔后，他就开始发现这种投资策略并不理想。巴菲特用大学教育这种形式的投资为例，来说明账面价值和内在价值之间的巨大差别。

一个学生上大学所投入的成本就相当于这笔投资的“账面价值”。要想精确计算投入的成本，就必须包括学生为上大学放弃的收入，因为他选择了上大学，而放弃了工作。

为了简化和方便起见，我们将忽略大学教育的各种十分重要的非经济性效益，而只关注大学教育给学生带来的经济效益。首先，我们必须估计学生毕业后，在他的整个一生中得到的所有收入，然后从这个数值中减去他上大学的机会成本，也就是如果他不上大学也能获得的收入的估计值，我们会得到一个上大学相对于不上大学得到的超额赢利，然后选择一个适当的利率，将上大学的超额赢利折现到毕业那一天，这样计算出的结果就是大学教育的内在经济价值。

一些毕业生大学毕业后，相对于不上大学多赚的钱，还不够把学费赚回来，这个大学白上了。这意味着他们所受大学教育的账面价值，也就是上大学投入的成本，高于其内在价值。

而另外一些学生大学毕业后，相对于不上大学多赚的钱，远远超过学费，这个大学上的太值了，就是说教育的内在价值远远超出其账面价值。

巴菲特由此得出结论：“显而易见，在任何情况下，作为内在价值的指示器，

账面价值都毫无意义。”^①

巴菲特发现，估值的关键不是看一个公司的资产价值多少钱，而是看这个公司的赢利能力有多大。如同大学教育的价值，关键不是所缴的学费形成的账面价值，而是这个学生未来大学毕业后能赚多少钱形成的内在价值。巴菲特经历了许多购买股价超过账面价值的便宜货吃大亏的教训后，终于明白：以一般的价格买入一家赢利能力非同一般的好公司要比用非同一般的好价格买下一家赢利能力一般的公司好得多。因此，巴菲特就从估算资产价值转向了另一种估值方法——根据公司赢利能力来估值。

2. 最常用的市盈率估值方法

我们和朋友合伙做生意，投资一家公司，主要是看公司的赢利能力，看每投资 100 元能赚多少钱，就是看投资收益率。

我们买入一家上市公司的股票，其实就是和我们不认识成千上万的其他股东一起合伙做生意，一起投资这家上市公司，我们作为股东，最关注的也是公司的赢利能力。

如何评估上市公司的赢利能力呢？

对于股东来说，他并不关心公司的资产是贬值还是增值，关键是看这个公司的赢利能力。就像我们去银行存款一样，关键看这个银行给你的利息率高低，利息率的高低，代表我们存款的赢利能力。同样，我们买了上市公司的股票，我们付出的是每股股价，得到的是每股收益。对于投资者，这家公司相当于银行，我们作为股东能够享有的只是一年一度的每股收益，这相当于利息。

利息除以存款是利息率。每股收益除以每股股价，就是我们购买这只股票的投资收益率。反过来，用每股股价除以每股收益，就得到一个倍数，这就是我们最经常运用的一个估值指标：市盈率。

市盈率里面的“市”指的是市价，就是股票的市场价格是多少。“盈”一般指我们的每股收益。“率”就是比率，每股市价除以每股收益，得到的就是市盈率。

比如我们买了一只股票，支付的股价是 10 元钱，这家公司的每股收益是 1

^① Warren Buffett: *An Owner's Manual to Berkshire's to Berkshire's shareholders*, June, 1996.

元钱，10 元钱的股价除以 1 元钱的每股收益，表明这只股票的市盈率是 10 倍。

市盈率的真正含义是什么呢？市盈率代表了我们投资收回成本所需要的时间。我们买的这只股票花了 10 元钱的成本，1 年的每股收益是 1 元钱，那么需要过 10 年我们才能完全收回所有的投资成本。市盈率是 10 倍，就代表你买这只股票用赢利来收回投资成本需要 10 年。市盈率是 20 倍，就代表你购买这只股票需要 20 年才能用赢利收回投资成本。

那么我们应该选择购买 10 年才能收回成本的股票呢，还是购买 20 年才能收回成本的股票呢？答案不言而喻。我们肯定是购买那些收回投资成本时间短的公司股票。市盈率越低，意味着你收回投资成本需要的时间越短。市盈率越高，意味着你收回投资成本需要的时间越长。

最近我们会看到，中国股市有很多股票的市盈率已经高达 100 倍，这意味着如果你买了这只股票后，再活 100 年，才能看到你的投资收回成本，你得非常非常长寿才能亲眼看到这一天。这可不容易！

市盈率是巴菲特从他的导师格雷厄姆那里学到的第二条估值方法，大家一看就明白，市盈率越低，表明股价越便宜，因此选股一定要选市盈率低的股票。

购买低市盈率的股票能够赚更多的钱，平均收益率能够跑赢大盘，低市盈率的选股方法在美国行得通，在全世界都行得通。

有很多学者已经做了大量的统计实证研究表明，按照格雷厄姆的选股方法，购买低市盈率的股票，而且是一批一批地组合购买的话，投资收益率明显超越大盘。

那么什么时候股票的市盈率比较低呢？一般是在股市最为低迷的时候。我们在前面讲过，在 1972 年美国大牛市的顶峰，许多蓝筹股平均市盈率超过 80 倍，巴菲特坚决不买，因此避开了后来股市大跌一半的风险。等到 1974 年大熊市的谷底，许多股票市盈率都是个位数，巴菲特开始大量买入，后来随着股市反弹，大赚一笔。购买低市盈率股票赚钱更多，在美国如此，在中国同样如此。2004-2005 年间，中国股市已经持续低迷了 4 年，有不少股票市盈率也只有个位数，如果此时买入，到 2007 年平均能够赚五六倍。

我们来看看中国股市有两个比较典型的低市盈率股票案例。

第一个案例是宝钢股份。

看看宝钢股价的历史走势，你会发现，从 2005 年 9 月-2006 年 9 月，宝钢

股份的股价在4元-5元之间震荡，徘徊了一年之久。你再看看宝钢股份2003年、2004年、2005年的每股收益，3年平均每股收益高达0.66元。那么，我们用宝钢的股价4元钱除以0.66元，市盈率只有6倍多。也就是说你投资宝钢6年就能收回成本。如果你2006年9月在4元-5元之间买入宝钢的股票，到2007年8月，宝钢的股价最高达到了16.50元，上涨了4倍多，远远超越同期大盘的涨幅。

第二个案例是中国的第二大钢厂武钢股份。

从2005年11月到2006年9月这半年，武钢股份的股价一直在2.50元-4.20元之间震荡。武钢股份2003年、2004年、2005年这3年的平均每股收益为0.41元。那么2.40元的股价除以0.41元的每股收益，我们会发现其市盈率只有6倍。如果你在2006年9月买入该股票，到2007年8月，武钢的每股股价最高到了15元以上。一年不到，就上涨了6倍多。

请注意，宝钢跟武钢一个上涨了4倍多，一个上涨了6倍多，当然有很多因素，包括市场对其整体上市的预期，加上同期的大牛市太牛了。但是即便如此，它们的涨幅也远远超越了同期的大盘涨幅，也超越了钢铁行业的平均涨幅。

其中一个重要因素在于这两家钢铁龙头股在当时的市盈率实在太低了。这两家公司都是中国最好的钢铁厂，有着非常稳定的赢利能力，每股收益是比较稳定的。当它的市盈率只有5倍、6倍的时候，无论是跟国内的上市公司比，还是跟国外的同行业股票相比，其股价都是被明显低估了。它们之所以涨幅远远超越大盘，与其原来市盈率过低有很大的关系。

在运用市盈率进行估值的时候，大家一定要注意，作为分母的每股收益，不能简单用去年的或者前年的每股收益来估值，我们应该用的是未来这家公司能够保持的稳定的每股收益来估算。因此，你需要对未来几年公司能够稳定保持的每股收益进行预测。

一个简单的预测方法是，用过去这个公司一个完整的经营周期的平均每股收益，来对未来进行预测。前提一定要注意，这个公司是一家非常有实力、非常稳定的公司。如果每股收益变来变去，市盈率也会相应地跳来跳去，那就无法判断市盈率到底是高还是低了。

格雷厄姆对市盈率估值方法进行了深入的研究。他主张分散投资，用市盈率估值方法，应该买上几十只股票形成一个投资组合。因为买得比较多了，即使你对一家公司的未来收益预测错了，但是你对另外几家都大致估对了，一个投资组

合整体而言赚钱的把握还是比较大的。巴菲特在老师的基础上将其发扬光大，在他投资生涯的前期用这个方法也赚了不少钱。但是他后来发现，这个方法越来越不适合他。因为巴菲特到后来主要做长期投资，集中投资，他只买几只股票，对估值的要求越来越严格。市盈率这个估值方法，非常简单，非常方便，非常好用，但也非常容易被误用。

对于某一只个股而言，市盈率估值方法难以做到比较准确。为什么？因为市盈率高还是低，只是相对而言，相对的衡量标准一般是股票市场平均市盈率水平，或者是行业平均市盈率水平。而个别公司的赢利能力往往跟行业平均赢利能力差别非常大，与股票市场平均市盈率水平差别更加大。

例如，茅台一年的利润，就占了白酒行业利润总和的 1/4。那么，你能用其他几百家小酒厂的市盈率平均水平，来评估茅台的市盈率是否合理吗？肯定不能。那些小酒厂和茅台根本不具有可比性。可口可乐和百事可乐两家就占了美国软饮料行业 80% 的市场份额，另外几千家小公司加在一起只占 20% 的市场份额，那么你能用那些小公司的市盈率平均水平，来评估可口可乐跟百事可乐市盈率是否合理吗？不能。因为那些小饮料企业和可口可乐、百事可乐根本不具有可比性。

遗憾的是，我们很难找到一个和目标公司完全具有可比性的参照公司。世界上没有第二个茅台。即使在可口可乐和百事可乐之间，也有巨大的不同。可口可乐只做饮料，百事可乐旗下却有肯德基、必胜客等连锁餐厅，两家企业的收务有很大差别。

市盈率估值方法，还有一个最大也是最致命的缺陷，那就是公司的每股赢利往往是虚的。账面上赚的钱，与真正赚到口袋里的真金白银的数额，往往差别很大。有时账面上每股收益很高，看起来很美，实际上很不美。少数情况下相反，每股收益账面上很差，但实际上很高。

我给大家举一个实际的例子：我老家有一个小学同学，没考上大学，就去学做了厨师。学成后回到老家打了几年工之后，自己开了一个餐馆。春节回去，我们几个老同学就在一起喝酒聊天。我问他：“饭店开得怎么样？”“还行，挺赚钱的。我一年扣掉这些人工、房租，一年能赚十几万块钱”我说：“你很厉害啊。这比我们在上海上班挣得还多啊！”他说：“账面上赚这么多钱，实际上根本没这么多。因为那些来吃饭的人，都是欠账，都是打欠条。我得天天去要账，一年到头我最大的精力不是想如何做饭，而是如何到处去要账。说是赚 10 万块钱，

我能要回来 5 万元，就烧高香了。他的饭店，账面赢利是 10 万元，但是实际赢利连 5 万元都不到。

有些上市公司往往也存在类似的问题，看着账面上很赚钱，但是它最后真正拿到手的钱并不多。因为有很多销售是赊账卖出去的，可能那笔账款最后变成了坏账，收不回来了，但是原来销售出去的时候，尽管是应收账款，却已经在账面上记了利润。

有的时候，公司在进行生产经营时，有些营业费用在做账时按照估计的金额下账，但企业总是想少估计一些费用，多吃一些利润，这样报表好看，股东会更高兴。但实际未来发生的费用可能要大得多，甚至产品也有可能出问题，公司会面临诉讼，有着一大堆的后遗症，需要公司大把往里面填钱。所以说账面上的利润往往跟实际上的利润差别很大。有些公司管理层为了能让自己的脸上有光，为了多得奖金，或者为了推高股价，会有意无意把每股收益做得很高，但是实际赢利并没有那么高。

巴菲特喜欢引用林肯总统经常问的一个脑筋急转弯问题：如果尾巴也算一条腿的话，那么一条狗有几条腿？听起来很简单啊。尾巴也算一条腿，然后再加上四条腿，那不是五条腿吗。林肯总统说：不对，不论你再怎么说尾巴算一条腿，可尾巴还是尾巴，永远不是腿。即使全世界的人都愿意帮你证明尾巴也算是一条腿，狗也不会因此多一条腿。

即使全世界的会计师都愿意帮上市公司证明赢利增长了很多，但上市公司口袋里的钱也不会因此增长一分钱。无论公司账上做的利润再怎么高，再如何粉饰自己的财务报表，这些财务手段有多么合规合法，实际它的真实赢利还是这么多。这点我们老百姓最清楚，没有拿到手的钱不是钱。

巴菲特后来越来越发现，市盈率估值方法存在着巨大的缺陷。在他重仓投资某一只股票的时候，无法用市盈率方法对这只股票进行正确的价值判断，因为财务报表上的每股收益本身就是虚的，并不等于真金白银。既然赢利是虚的，市盈率估值方法是不准确的，那么巴菲特到底用什么方法进行正确的估值呢？

3. 唯一正确的现金流折现估值方法

前面我们讲了，公司财务报表上的利润其实是虚的，只是账面数字，并不是

真金白银。既然只有真金白银才是实实在在的，巴菲特干脆从利润转向了现金，用现金流量这个更准确的赢利能力指标来进行估值。

所谓现金流量，其实就是进来多少钱，出去多少钱，收支相抵，净流入U袋里多少钱。进来的钱是现金流入，出去的钱是现金流出，一进一出公司账上流入的钱就是现金流量。

巴菲特不再局限于导师格雷厄姆教给他的估值方法，从而超越了他的老师。运用现金流进行估值，更适合巴菲特精选个股、集中投资的投资策略。巴菲特正是因为成功地运用现金流量估值方法，才正确估计出了一只又一只股票的内在价值，从中发掘出几只被严重低估的超级明星股，最终成就了他世界股神的地位。

什么是真正的内在价值

最早是在1942年，约翰·伯尔·威廉姆斯（**John Burr Williams**）提出了运用现金流量进行估值的公式。

巴菲特将这种估值方法精练为一句话：“今天，任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余使用寿命期间预期能够产生的、以适当的利率贴现的现金流量。”^①

巴菲特修正了他的导师对内在价值的定义，“内在价值可以简单地定义如下：它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量折现的现值”^②

这个现金流量估值方法，听起来相当专业，没有学过财务的人比较难懂。为了方便理解，我们用大家非常熟悉的杀鸡取卵的寓言故事来解释说明：

有一个老太太，养了一只鸡，突然，有一天她在鸡窝里发现，这只鸡下了一只金灿灿的金蛋。她拿来一看，真是纯金的，老太太高兴坏了。第二天，老太太再到鸡窝里一看，这只鸡又下了一只金蛋。第三天再一看，又下了一只金蛋。后来，这只鸡每天给她下一只金蛋。这个老太太就开始卖金蛋，变得越来越有钱，逐步成为当地的第一富婆。有一天，她想：“这太慢了，一天才下一只金蛋，干脆把这只鸡给杀了，把它肚子里的所有金蛋一下子都拿出来，我马上就会成为世上的第一富婆。”于是，她把这只会下金

① **Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1992.**

② **Warren Buffett: *An Owner's Manual to Berkshires to Berkshire Shareholders.*, June, 1996.**

蛋的鸡给杀了。结果打开鸡的肚子一看，里面一只金蛋也没有。把鸡杀了之后，老太太再也得不到金蛋了。

当然这个故事的寓意是讽刺那些过于贪婪的人，那些什么都想得到，往往最后什么也得不到的人。但是，你想一想，无论是投资股票，投资基金，投资债券，这些投资都会给我们不断赚钱，其实我们是十是也像养了会下金蛋的鸡？其实巴菲特投资公司股票的时候，就像养鸡一样，养鸡的目的就是为了获得这只鸡下的金蛋。巴菲特买股票，也就像买一只会下金蛋的鸡一样，他是如何估算这只鸡应该值多少钱的呢？

为了简单起见，假设这只鸡像老太太的鸡一样，也是一天只下一个金蛋，一年总共下 360 个金蛋（假设一年为 360 天，以计算方便）。假设这只鸡只能工作 10 年，干完 10 年，这只鸡就不干了，要退休了。那么是，一年下 360 个金蛋，10 年就是 3 600 个金蛋，是不是这只鸡就值 3 600 个金蛋呢？肯定不是。因为你只算了下的金蛋，这是你赚进来的钱，是现金流入，你没有算你花出去的钱，还得扣掉现金流出啊。这只鸡它要吃饲料，你还得给它建一个豪华的鸡舍，你得每天给它打扫啊，这都得花钱。

这只鸡既然下金蛋，那它吃的饲料肯定也挺费钱。我们假设这只鸡每天吃的饲料等成本相当于半个金蛋，那么一年到头我们净到手的只有 180 个金蛋，10 年就是 1 800 个金蛋。是不是这 1 800 个金蛋就代表了这只鸡的真实价值呢？也不是。用巴菲特的话说，你的现金流入，扣掉你的现金流出，这样净到手的现金流量，是真实的现金净流入。但是这些现金流最并不是自由的。

不自由的意思是什么呢？这些钱你不能随便花，因为你还得留下一些钱为未来大的支出做准备。你要给这只鸡打疫苗啊，防止它得禽流感，你还要给它听音乐，要保证它有好心情，你要给它买个跑步机，让它每天跑跑步，这样它才不会太肥胖，要不金蛋就下得少了。总之，你要保持这个鸡一直有好身体和好心情，一直保持不断下金蛋的好状态。

大家可以算算自己的自由现金流量。

我们每一个上班族每月发到手的工资并不是我们实际赚到手的钱，我们还要扣掉日常支出。假设你一月发 5 000 元钱工资，然后你租房和吃饭花掉 3 000 元钱，只剩下 2 000 元钱。这 2 000 元你是不是可以随便花呢？不能。你还得锻炼

锻炼身体吧，你还得接受培训吧，你还得孝顺父母吧，只有把这些未来的大项支出，就是用来保持你个人的竞争优势和良好社会关系的这些钱留出来之后，剩下的钱才可以自由地花，随便地花，这些钱才是你的自由现金流量。

那么假设这只鸡一天下一个蛋，吃的饲料相当于半个金蛋，然后为了让这只鸡活得更健康，心情更好，身体更好，每天还要再扣掉 $1/4$ 个金蛋的成本支出，那么剩下的我们可以自由花的金蛋是多少呢？最后一天只剩下 $1/4$ 个金蛋了。一年 360 天就能剩下 90 个金蛋，10 年就是 900 个金蛋。也就说我们每年可自由支配的现金流量是 90 个金蛋，10 年加在一起就是 900 个金蛋。

那么是不是这 900 个金蛋就代表了这只鸡的内在价值呢？也不是。大家想一想，你现在拿到一个金蛋，跟你 1 年之后拿到一个金蛋的价值一样吗？跟你 10 年之后拿到的一个金蛋价值一样吗？肯定不一样。

这个道理很简单。

你现在有 1 元钱，拿到银行存款，利息 3%，过了 1 年呢就变成了 1.03 元，你存 100 元，1 年后就变成了 103 元。大家反过来想一想。那么未来 1 年的 103 元，相当于现在的多少钱呢？只有 100 元，这个道理很简单，尤其那些贷款买房的人最清楚这个道理。按照最新的贷款最低利率来计算，如果我们贷款 100 万元来买房的话，按照等额本息法去还款，未来 30 年，我们逐月地等额还款，大家猜一猜未来这 30 年，你一共要还多少钱？要还 250 万元。也就是说，未来 30 年，你挣到 250 万元，才相当于现在的 100 万元的价值，如果你现在有 100 万元，就不用未来再还那 250 万元了。可见，未来的钱，不如现在的钱值钱。

如果你听到有人吹牛，我们家过去很有钱，没有用；如果你听到有人吹牛，我们家未来很有钱，没有用，如果你听到有人吹牛，我们家现在很有钱，有用。最重要的是现值，重要的不是过去，也不是未来，而是现在。

著名畅销书《谁动了我的奶酪》的作者约翰·施特鲁伯，在他的另一本畅销书《礼物》中有首小诗 《最重要的是现在》：

Yesterday is a history.

昨天已成历史，

Tomorrow is a mystery.

明天还是个谜，

And today is a gift.

今天才属于我，

That's why we call it "The Present".

现在最为宝贵。

我告诉大家一个简单的法则——72 法则，72 法则能帮你快速算出本金按照某个利率多少年翻一倍。

只要用 72 除以这个给定的利率再乘以 100，结果是多少，就代表需要多少年本金才能够翻一番。假如说是按照 6% 的利率，那么 72 除以 6，就是 12，表明经过 12 年能够翻一番，也就是说，按照 6% 的利息，1 元钱需要 12 年才能变成 2 元钱。反过来算呢，按照 6% 的利率，12 年之后的 2 元钱，只相当于现在的 1 元钱，12 年之后的 1 元钱只相当于现在的 5 角钱。

你到银行存款，按照复利的话，即利滚利，一年一年往下滚，越滚越多。按照 6% 的利率，1 元钱过了 12 年就滚成 2 元钱了。倒过来算，未来 12 年之后的 1 元钱现在价值多少呢？按照 6% 来打折，一年一年往下折，未来 12 年之后的 1 元钱折到现在只有 5 角钱。

大家经常在报纸上和研究报告上看到折现和现值这两个专业名词，其实意思很简单。现值就是指现在的价值，折现就是把未来的一笔现金流量，折算成现在的价值是多少。就像我们刚才说的那只鸡，每年下一个蛋，吃掉的饲料筹成本，相当于半个蛋，再扣掉为了维持这只鸡的好身体、好心情、好状态这些长期的支出——1/4 个蛋，那么每天我们可以随便花的自由现金流量，只有 1/4 个金蛋。那么一年 360 天，我们的自由现金流量只有 90 个金蛋。那么我们计算这些金蛋的价值时，就要把未来第一年才能得到的 90 个蛋，打个 6% 的折扣，进行折现，折算出来的就是现在的价值。未来第 10 年下的 90 个金蛋，就要按照 6% 的利率连续折现 10 次，一直折现回来才是现值。我们把未来 10 年期间每一年的金蛋，按照我们这个长期存款利率 6% 给打折，折算出现在价值总共多少，就是这只鸡的内在价值。

你会估算这只会下金蛋的鸡的价值，同样你也就会算一只股票或者一只债券的价值。估算一只会下金蛋的鸡的内在价值，就是把它未来能下的，我们能够自由花的金蛋的数量，用一定的折现率折现回来。那么对于股票，它与债券也是同样的计算方法，我们把从这只股票或债券上能得到的自由现金流量，同样用一定的折现率折回来，就可以得出这只股票或债券的价值。用巴菲特的话来说，自由现金流量折现方法，可以估算出任何一项资产的价值，只要知道未来它每年能够实现的现金流量是多少。我们可以用现金流量折现方法估出任何一个农场、一个饭馆、一条高速公路等宇宙中任何一项资产的价值。其实债券更像我们故事里

的这只会下金蛋的鸡，因为一个债券的利息每月每年是固定的，就像这只每天固定下多少金蛋的鸡。而股票和债券不一样，股票这只会下金蛋的鸡每天能够下的金蛋数量，每个月能下金蛋的数量，每年能下金蛋的数量，都是不固定的，我们只能逐一地预测出未来每年大约能够下多少金蛋，然后按照不同的折现率折现回来。巴菲特发现，公司管理人员的管理水平，就像饲养员的水平一样，对未来现金流量的影响很大。

如何运用现金流折现方法进行估值

大家一定要注意，运用现金流量估值方法，会碰到两个问题。

第一，你需要预测未来这只鸡每年能下多少金蛋，第1年下多少，第2年下多少，第3年下多少，每一一年都要预测。

第二，你要估计出合适的折现率应该是多少。

只要你知道这只鸡未来每年能下多少金蛋，你能自由花的金蛋，也就是现金流量，你又知道合适的折现率，你就可以估出这只鸡的价值。同样，只要你知道一个公司未来每年的自由现金流量，你又知道一个合适的折现率，你就可以估出这家公司的内在价值。估算出公司的内在价值，再除以总股本，就可以估算出每股股票的内在价值，

运用自由现金流量折现方法，来估计一只股票的内在价值，有两个核心因素：第一，未来的现金流量是多少，第二，折现率是多少。对于第二个问题，我们可以很轻松地解决，巴菲特制定了一个标准，任何公司的折现率不能低于长期国债利率。这是一个最低标准。那么越稳定、越优秀的公司，折现率越低。公司经营越不稳定，折现率就越高。这就像我们去买打折的衣服，越好的衣服，打的折会少一点，越差的衣服打的折会多一点。同样，公司也是如此，公司基础越好，竞争力越强，折现率越小。

接下来我们就会面临第二个困难，也是最大的困难，就是公司未来的现金流量实在太难预测了。每个人都知道，预测一家公司未来的自由现金流量非常非常困难，可以说，世界上再没有比预测未来更困难的事情了。巴菲特喜欢说这样一句话，未来永远是看不清楚的。

那么我们买公司买的是什么呢？其实我们买的都是未来。因为你现在买进一个公司的股票的时候，公司过去的利润是属千老股东的，作为新股东，你能得到

的只是这家公司未来给你赚的钱。那么，公司未来能给你赚多少钱呢？谁也无法告诉你一个准确的数字，你只能自己大致预测。那么我们怎样才能比较准确地进行预测呢？巴菲特从日常生活中找到了一个好办法，帮助他解决了这个问题。我们每个人在结婚寻找终身伴侣的时候，图的是什么呢？图的是未来。未来会怎么样呢？两个人要在一起过上几十年，谁能说得准呢？那怎么办呢？我们还得要结婚啊。唯一可行的办法是，在你认识的人里面找一个最稳定、最可靠、最符合你标准的作为终身伴侣。

现在我们中国国内的上市公司有 1 500 多家，就像你身边有 1 500 多个候选的终身伴侣对象，你应该选择哪一个呢？很简单，选择你认为最稳定、最可靠的上市公司，就像我们在第四章中所讲的那样，不能不选，不熟不选，不懂不选。

这个公司是你有能力评估的，又是你很熟悉的，你又很懂它的业务和管理，你才有很大把握推断其业务竞争优势能够保持长期稳定，你在预测未来现金流量时才不会有太大的差错。这类非常稳定的公司未来现金流量的预测方法，其实很简单。你看它的现金流量表，其中有一项是“经营活动产生的现金流量净额”，代表公司从业务经营中取得的净现金流入。经营活动产生的现金流量净额扣除长期资本支出，得出来的就是每股自由现金流量。长期资本支出是维护这家公司的长期竞争优势所需要的支出，就像我们个人要不断地培训自己，不断锻炼身体，目的是维护我们自身的竞争优势。长期资本支出可以大致用现金流量表中的“投资活动产生的现金流量净额”代替。这样，你只要把现金流量表中的经营性现金净流量加投资性现金净流量，就能得出公司的自由现金流量总量。然后除以公司的总股本，就能得出每股自由现金流量。

那么，估值的第二个重要因素折现率选什么比较合适呢？由于你选的都是最稳定、最可靠的上市公司，所以说你可以给它一个比较低的折现率，相当于 20 年或者 30 年的长期国债利率。

有的人就会说了，这个股票投资，要比债券风险大多了，为什么你给它这么低的折现率呢？

其实，巴菲特选择的公司，都是非常非常稳定的公司。可口可乐有 200 多年的经营历史，华盛顿邮报公司从 1877 年开始到现在也有 130 多年的经营历史，吉列刀片从 1901 年到现在也有 100 多年的经营历史，都非常稳定。巴菲特甚至觉得这些公司稳定的程度超过了美国政府的稳定程度。政府 4 年就要换届，选一

个新的总统，但是这些公司的存续时间比美国总统的任期长多了，甚至从某种意义上说比美国政府还要稳定，巴菲特认为，它们的风险程度应该跟政府发的长期国债类似，因此用长期国债的利率作为折现率是合理的。当然根据不同公司的不同情况，你可以灵活调整，多一个百分点或者多两个百分点，但是基本上应以长期国债利率为基准。

那么我们知道了未来的现金流量，做了最稳定的预测，然后再按照长期国债利率作为折现率，就可以大致估算一下这只股票的内在价值是多少。

简化现金流量估值方法

可能有的人会觉得现金流量折现方法实在是太费事了，又要预测现金流量，又要折现。

有些事情是一定要费事的。你想想你在选择一生伴侣的时候，你是不是应该多费点事，多花点时间去考虑考虑？你在想你上什么大学和去什么公司就业的时候，这关系到你一生的成败，你是不是也应该费点事，去思考一下，去衡量一下？

巴菲特选股如选妻，在一只股票上面下很大的赌注，把自己大量资产投进去，而且长期持有很多年，万一出错了，损失无法弥补。我们学习巴菲特，大量买入一只股票，也是在做出一个重大选择，所以费点事、费点心、费点力是应该的，因为我们的目的是为了获得巨大的投资回报。

可能有的人要问，有没有更简单的现金流量估值方法呢？我们可以用两种方法，把巴菲特的自由现金流量估值方法相对简化一下，作为初步评估的一种方法。

第一种方法是存款利率比较法。我们到银行去存款，我们要比较是存在这个银行好还是存在那个银行好，我们的方法是看哪个银行给的利息率高。我们买股票的时候也可以用这个方法。你买这家公司股票的时候，相当于把这笔钱存进这家公司了，那么你得到的每股自由现金流量就相当于你拿到手的利息，用每股自由现金流量除以它的股价，就相当于你投资这只股票的利息率。如果它远远高于长期国债的利率，就说明买这只股票划算。当然你用每股自由现金流量与股价的比率进行选股时，你一定要用这个公司稳定的可以继续长期保持的每股自由现金流量，我们预测未来的每股自由现金流量，肯定会是一个区间，可能是5角钱到6角钱，或者每股5角钱到8角钱。计算比率时你要用预测区间的下限，这样做更保守，风险也更小。

第二种方法是市现率。参照市盈率，我们把它修改一下，改成市现率。市盈率是市价除以每股收益，我们现在用市价除以每股自由现金流量，我们把该比值简称为市现率。因为每股自由现金流量才是你投资能够到手的钱，每股自由现金流量比每股收益更加可靠，所以市现率也比市盈率更加保守、可靠。一只股票的市价除以每股现金流量得到的数字，就代表着你从这只股票上用现金收回投资成本需要多少年。市现率越低，就说明你收回成本的时间越短，就越值得投资。我们可以把长期国债看成是一只股票，我们用长期国债的价格，除以我们每年能够得到的利息，就是这个长期国债的市现率，可以用这个数字作为我们衡量市现率是高是低的参照标准。股票的市现率越低于长期国债的市现率越好。

以上这两种方法其实是一样的，只不过一个是每股自由现金流量除以每股市价，另一个则相反，是每股市价除以每股自由现金流量。

运用这两个简便方法的前提是，这家公司非常稳定，未来自由现金流量能够长期保持稳定，接近于过去的长期平均水平。

预测现金流量的保守原则

请大家一定要注意，巴菲特在预测公司未来自由现金流量时，他的原则是：保守，保守，再保守。

巴菲特是从公元前6世纪的一则伊索寓言中受到启发学会这个保守预测的。伊索寓言里有这样一个故事：

一只夜莺正在树上高高兴兴地唱着歌，忽然飞过来一只饥饿的老鹰，伸出巨爪就把这夜莺抓住了，要把它吃掉。夜莺吓坏了，赶紧乞求老鹰：“大哥，求求你千万别吃我，你看我这么瘦，这么小，还不够你塞牙缝的，你这么庞大，这样吧，你把我放了，我去树林里给你引来一只又大又肥的大夜莺，保管你吃了马上能够填饱你的肚子”老鹰一振嘴说：“你想骗我，你想让我放弃手中一只现成的小鸟，去等一只还看不见、摸不着的大鸟，我才没那么傻呢”

这就是西方一句著名的谚语的由来：一鸟在手胜过两鸟在林。

我们做事一定要有把握，做最有把握的事，风险最小。巴菲特在预测公司未来现金流量的时候，用的也是“一鸟在手胜过两鸟在林”的谨慎原则，只做最有

把握的预测。巴菲特发现，在几千家上市公司中，真正有把握预测出未来现金流量的公司，只有极少数。因此我们在预测未来现金流量的时候，一定要保守，一定要谨慎，一定要确定自己非常有把握。要不然的话，你估算出来的价值会非常错误，而且会错得离谱，让你的投资承受重大的风险。

哪里能找到免费的财务数据

我们在衡量公司业绩的时候，在估计公司股票内在价值的时候，都要运用公司财务数据。哪里有这些财务数据呢？很简单。像学生期末有成绩单一样，上市公司期末也有成绩单，那就是上市公司的年度财务报告，简称年报。

每年 1-4 月，上市公司就会在各大报刊上公开披露它上一年度的财务报告。同时，在这个公司的网站与交易所的网站上都能够查询到其财务报告。在新浪、网易、搜狐这些网站的财经频道上，也能够查到各家上市公司的年报。

年报为我们提供了进行业绩评估和价值评估的主要财务数据。所以大家一定要投资股票的话，一定要多读年报，因为我们需要的数据大部分都来自于年报。巴菲特阅读最多的是企业的财务报告。“我阅读我所关注的公司年报，同时我也阅读它的竞争对手的年报，这些是我最主要的阅读材料。”

你必须能够读懂财务报表。但是即使在美国也有 95% 的人看不懂财务报表，分不清什么是资产，什么是负债。如果你想致富的话，必须要能读懂金钱的语言。就像如果你从事计算机的工作，你必须能够懂得计算机语言。

在研读巴菲特 39 年来在伯克希尔年报中写给股东的信中，我对巴菲特对企业会计报表的财务分析能力无比佩服。巴菲特认为分析企业会计报表是进行价值评估的基本功，投资人必须有看出上市公司是否做假账的火眼金睛。“当经理们想要向你解释清楚企业的实际情况时，可以通过会计报表的规定来进行。但不幸的是，当他们想弄虚作假时，起码在一些行业，同样也能通过会计报表的规定来进行。如果你不能辨认出其中的差别，那么你就不必在资产管理行业中混下去了。”

美国有上市公司做假账，中国也有上市公司在做假账。会计人员要牢记“不做假账”，但难免会有人做假账。因此我们投资人要牢记：不买假账。坚决不买那些做假账的上市公司的股票。

财务数字不可能百分之百地反映现实，因此巴菲特说会计数字只是估值的起点，而不是终点。巴菲特给阅读企业财务报告的投资者提出了以下三个建议：

第一，特别注意会计账务有问题的公司，如果一家公司迟迟不肯将期权成本列为费用，或者其退休金的估算假设过于乐观，千万要当心。当管理层在幕前就表现出走上了邪路，那么在幕后很可能也会有许多见不得人的勾当。厨房里绝对不可能仅仅只有你看见的那一只蟑螂。

第二，复杂难懂的财务报表附注披露通常暗示管理层不值得信赖，如果你根本就看不懂附注披露或管理层分析，这通常表明管理层压根儿就不想让你搞懂，安然公司对某些交易的说明至今仍让我相当困惑。

最后，要特别小心那些夸大收益预测及成长预期的公司。企业很少能够在一帆风顺、毫无意外的环境下经营，收益也很难一直稳定成长。至今查理跟我都搞不清楚我们旗下企业明年到底能够赚多少钱，我们甚至不知道下一季的赢利多少，所以我们相当怀疑那些常常声称知道未来赢利会如何如何的 **CEO** 们。而如果他们总是能达到他们自己声称的目标收益，我们反而更怀疑这其中有什么猫腻。那些习惯保证能够达到赢利预测目标的首席执行官，总有一天会不得不去假造赢利数字。^①

我们前面讲了巴菲特估值的三种方法，根据资产进行估值，根据赢利能力进行估值，根据现金流量进行估值。巴菲特早期用的是前面两种方法，后来他主要运用现金流量进行估值，他发现自由现金流量折现方法，是唯一正确的估值方法。大家只要对这家公司的业务和财务有着深入的分析，对它未来就可以做出比较稳定可靠的预测，就可以估计出这只股票的内在价值是多少。只要这家公司股票的内在价值远远高于股价，这时你低价买入就有很大的安全边际，你将能够获得满意的投资回报率。

那么，是不是买了这样价值远远高于价格、具有很大安全边际的股票，就可以保证你能赚很多钱呢？不一定。我们很多人都买过那些非常赚钱、持续上涨的明星股股票，为什么我们后来并没有赚到很多钱呢？有一个很大的原因，就是你买的这种赚钱的股票的数量太少，即使这只股票翻了 10 倍，如果你只投资了 1 000 元钱，也只能赚 1 万元钱。但是另外一只股票并没怎么涨，你却投资了 10 万元钱。因此整体而言，你并没有赚多少钱。

巴菲特之所以比别人赚钱多得多，一个重要原因是，大部分人是分散投资，而巴菲特是集中投资，把大部分钱集中投资于那些最优秀、最可靠、最赚钱的公

① Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 2002.

司股票上。

那么巴菲特是如何成功地进行集中投资的呢？请看下一章《集中投资》。

注：各大网站上市公司免费财务数据查询指南

我们以查询工商银行（601398）的现金流量表为例，只要你在各大财经网站的股票频道中，输入股票代码“601398”或名称“工商银行”就会出现工商银行的股票行情走势图。

一般在左边一栏中，就会看到很多栏目，你找到“财务数据”一点，再在新的网页中寻找“现金流量表”栏目，一点就可以看到现金流量表了。

各大财经网站工商银行（601398）的现金流量表具体网页地址是：

1. 和讯网

http://stockdata.stock.heximxom/2009_xjll_601398.shtml

在所有网站中，和讯网资料和数据最为全面，其中有价值评估一栏，请注意，其中的市现率是股票市价与每股现金流量之比，本书中所说的市现率是股票市价与每股自由现金流量之比，二者有明显不同，

2. 新浪网

http://money.fiiiance.sina.com.cn/corp/go.php/vFD_CashFlow/stockid/601398/ctrl/part/displaytype/4.phtml

3. 腾讯网

http://stock.finance.qq.eom/cgi-bin/sstock/w_xjll7zqdm=601398

4. 网易

<http://quotes.money.163.com/corp/1032/code=601398.html>

5. 搜狐网

<http://q.stock.sohuxom/cn/601398/xjll.shtml>

6. 巨潮资讯网

http://www.xnmfoxom.cn/gszx/cwzb_xjllbjsp

7 全景网（证券时报）

<http://company.p5w.net/gszl/cw2bly.asp?zqdm=601398>

8. 中国证券网（上海证券报）

<http://data.cnstock.comysecurities/cashFlowStatementfaction?exgId=601398#position>

在各大证券公司网站上也可用类似的方法查询到上市公司的现金流量表。

9 中证网（中国证券报）

<http://stock.cs.comxn/stock/F10.php?code=sh601398&type=11>

在中国证监会（**www.csrc.gov.cn**）、上海证券交易所（**www.sse.com.cn**）、深圳证券交易所（**www.szse.cn**），输入公司股票代码，可查询定期报告，每年的年报上会完整披露资产负债表、损益表和现金流量表。