

——内在价值：4

作为价值投资者，我们就有必要明白一个股票的内在价值，或者说股票的市场估值，或者说股票的中枢价格。赛思·卡拉曼说：投资就是先确定某个证券的内在价值，然后以这个价值的适当折扣买进。对于价值投资者来说，就是客观的了解与评估上市公司的内在价值，通过对股价与股票内在价值的比较作出投资决定。

一般来说，上市公司股票内在价值由两个部分组成，一部分是企业经营中实际存在的价值，一部分是由市场交易价值组成。也可以简单地解释为股票的内在价值由企业价值与交易价值两部分构成。由于上市公司的股权兑现相对于非上市公司的股权兑现比较容易。所以，一般来说，在股票市场交易的股权或者说股票存在一定的溢价。上市公司也好，非上市公司也好，每家企业都有她的内在价值，上市公司的内在价值是形成投资或者说交易的基础，非上市公司的内在价值是兼并重组的基础。在这里，我们就针对上市公司可以交易的股权（股票）来探讨内在价值。

企业的内在价值从来不是一个准确的数值。内在价值是这家企业存续期间，所能给股东创造的全部自由现金流的折现值。自由现金流是即便分给股东也不会降低企业盈利能力的那部分现金。由于我们采用不同的折现率的偏差，对企业存续及发展年份的预测偏差，对该企业每年能够获取的自由现金流的预测偏差，对企业维持盈利能力所需资本再投入的预测偏差，四个偏差叠加，差异就可能非常大。因此，无论你多么了解该企业，内在价值也只能是一个模糊区间，而不是一个精确数值。

价值投资的本意是投资于企业的未来，企业的未来具有不确定性，这是事实，就因为世界上其实并没有未来能确定的东西。但是，我们不能由于未来具有不确定性，而认为未来不可预测，拒绝预测未来判断未来。否则，假如在内心深处觉得企业的未来具有不确定性而不可预测，那么我们拿什么去作为投资的基础？所以，就算是我们知道企业的未来具有不确定性，但依然不断地去预测判断未来，作为投资的基础。假如判断错了，自然会遭到市场惩罚，吸取教训，努力提高自己的判断能力就是。预测判断未来是必修课。

企业的内在价值，这是个见仁见智的问题，也是个难以说清楚的问题。

一般来说，最基础的估值模型，是当今世界最流行的未来自由现金流贴现模型。

是以未来20年（十年或五年）的现金流来计算今天的贴现价格模型。

遗憾的是，这个贴现模型却并不具备可操作性，就因为其中有着太多的不可预知情况。比如有谁能看清楚一家企业未来20年是什么样？比如每个人的预期收益率也是

不同的，那么这个贴现率就会有所不同。哪怕是一个百分点的贴现率差异，20年期限就会造成贴现价格相差很大。何况究竟有没有人能看清楚一家企业未来20年的情况？说实话，就算是当今投资大师巴菲特也做不到。其实，一个人能看清楚未来的三五年就已经了不起了。就算是企业的管理层也许还不清楚自己企业五年以后会怎么样？说实话，能预测未来三年，面对着千变万化的经营环境，也经常会出现偏差甚至南辕北辙形成笑柄。时间越长可靠性与精确度越差。所以说，内在价值的估值是艺术，而不是科学。是个难以言传的艺术性的科学。股票投资就是个遗憾的艺术，就因为难以量化。

有逻辑、

有价值的估值公式只有一个：将未来所有年份的自由现金流予以折现加总。

自由现金流的贴现公式，是金融学家欧文

.费雪

在其经典博士论文《利息理论》中所确立的，是价值投资者估值法的理论根基。

现金流折现法，是一种思考方式，是一种选股逻辑，是一套完整的思维体系。虽然不具备可操作性，但仍然是巴菲特投资的全套秘笈。

估值只有现金流折现法一条路，其它方法只是它的变形或者快捷应用。

我们的估值方式，实际上是根据资本的逐利性，三到五年内价值能够回归的基础逻辑。

因为资本永远追逐更高回报的资产这个底层规律不会变，因为人性的贪婪和恐惧交替出现不会变，当然，如果资金占用时间上没有问题，实际上回归合理估值的时间来的越晚，投资者回报越高；根据估值中枢是无风险收益率水平的基础逻辑；根据巴菲特和芒格

估值就是比较和选择，估值只是两种资产之间的比较，是永远将财富配置在盈利能力明显更强的资产上的选择行为的思想，将股权价值与现金资产进行比较，并通过“抠门打折”打四至七折留下巨大的容错空间，从而始终将财富放置在更有价值资产上面，实现长期投资的增值；根据巴菲特现金流折现法，把三至五年后看成是无风险收益率的债券（默认为等同于债券），用一种简化模式去预测未来第三年的自由现金流，然后考虑交易价值与现金资产进行比较，估算出来的合理估值作为这家企业的内在价值。

企业当年能够获取的自由现金数量，如果是货币基金或者理财产品，按照无风险收益率估算，所需要的本金就是这家企业的合理估值。即企业当年能够获取的自由现金数量除以无风险收益率（或乘以合理市盈率）就是这家企业的合理估值。这样，

股票的内在价值，就是预测估算公司未来第三年的自由现金流，除以无风险收益率（或乘以合理市盈率）。合理市盈率=1/无风险收益率。我们的能力不够，所以，一般是根据未来第三年的合理估值做决策，也就是以预测三年以内的内在价值，是一种极度保守的计算方法。未来第三年的三年，不截止，就是从现在开始后的三年，一直往后推，以这种长期或者永恒的视角看待投资。

如果企业净利润不全是自由现金，我们可以用真实净利润减去维持现有盈利能力所必须的资本投入，主观作出对企业盈利质量的判断，得出净利润所含自由现金流比率的一个调整结果。

可以根据不同行业的企业特色调整报表净利润数据对自由现金流的代表能力。比如只有80%的利润算得上自由现金，那么 $25 \times 80\%$ 净利润=20×净利润，即合理估值是20倍市盈率。这里的市盈率的调整，并不是估值水平的调整，它代表的是对企业盈利质量的判断。我们也可以调高市盈率，更方便快速地模拟调高自由现金流。市场各类

研报里常见的

，给不同行业不同的市盈率

估值水平，或者根据该企业历史市盈率

中值确定估值水平，没有理解估值的本质，其基础是建立在历史统计的基础上，底层逻辑并不牢固。未来第三年自由现金流这个唯一变量的估算，可以拆解为未来第一年利润增长率，第二年利润增长率，第三年利润增长率，以及净利润所含自由现金流的比率去模拟估算。

通过阅读财报，根据企业的商业盈利模式，核心竞争力，企业经营情况，做出主观预测。其中的参数要尽量准确估计。也可以认为是把三年后的预测股价替代内在价值，作为指导投资的依据。

价值投资者买进股票首先得判断有没有投资价值？有没有投资价值首先得看股票的内在价值，看内在

价值与市场价格之比，具体公式为：

价值比（个股未来上涨系数）=内在价值/市场价格=大于等于1。

股票的内在价值公式

股票的内在价值=未来第几年年末的每股自由现金流/无风险收益率

=未来几年年末的每股利润*净利润含金量比率/无风险收益率

=每股利润（1+第一年增长率）（1+第二年增长率）（1+第三年增长率）以此类

推算出最好以五年内净利润含金量比率*合理市盈率。

原则上该公式适合对所有的公司估值。只是某些公司现金流容易估算，有些公司现金流很难估算，有些公司现金流根本无法估算，还有些公司根本就没有现金流可以去估算。资质平平的我们不是神仙，能力和精力有限，再者投资也不需要赚尽市场所有的钱。所以我们优选容易估算的，学习和拓展很难估算的，忽略无法估算的，排除不产生现金流的公司。这就是我们在股市生存的秘籍。从根本上来说，公司的内在价值就是按照公司未来实现净利润来判断，要考虑公司的报表利润和自由现金流之间的关系。

所谓估值，就是在目标对象和现金资产之间排出大小的过程。这个估值公式，只有一个变量，投资者一生要学习和研究的东西就是那个变量：未来第三年的自由现金流，有多吻合实际，赚钱就有多确定。这唯一——一个未知数，需要你读懂财报，理解公司，然后自己给出来，自己估算出来。当你懂了一个企业的竞争优势和盈利模式后，才能运用这个公式，自然就会计算。估值的过程就是了解企业经营的过程。估值的前提是能理解一家企业，能大概地看到这家企业未来的模样。弱水三千，但取一瓢。就是说只能给我们能力圈内的企业估值，不懂不碰。而理解一家企业，除了大量的阅读，思考和验证之外，没有什么别的途径。如果试图找一劳永逸的公式，那么注定会失望。

如果一个人的期望值是所有的数值都是可以直接提取的，然后用某个公式加减乘除，然后买卖，这是不可能的，如果有这样的公式，人脑快不过AI，投资市场只会有电脑模型，不会有价值投资者待的空间，市场将会消失。如果用计算器算数字，意味着已误入歧途。永远不要期望找一个神奇的公式来一次性解决投资的问题。

通过长期大量地阅读这些目标公司及主要竞争对手的年度财务报告，整理分析目标公司包括行业经营数据，理解公司的商业模式和独特竞争力后。

对目标公司未来几年自由现金流进行估算，对目标公司的估值。根据自己的价值投资体系，根据价值比作出的投资决策，根据低估程度和确定性设定的持仓比例。随着时间的推移，年报的公布，重大事件的发生，会重新估值，相对比较，目标公司基本面变坏，高估，有更好的标的，一定会果断卖出，没有成本概念。投资都是看未来，未来永远是带有不确定性，是需要我们去评估，去判断。

所做的选择，是现在的信息和认知能力下的最佳选择。是投资者对企业理解基础上

的主观判断。如果判断失误，当然会受到市场的惩罚，自己会坦然接受。一定会继续努力认真学习，通过阅读，思考，验证循环往复，努力提高自己的理解分析能力，提高改变自己的认知能力水平，扩大自己对其他企业的了解。争取将来做出更好的选择。

运用股票的内在价值公式，估算公司的内在价值，是如何给企业估值的具体量化，这为股票投资决策提供了方法依据。我们应该一边守在能力圈内，估算目标公司未来几年的自由现金流，一边根据时代发展拓展能力圈。如何估算公司的内在价值，是需要终生去学习提高。应用举例是投资者展示选股的思路与决策；是演示投资思考预测过程；是展示持仓的理由与逻辑。是分享自己想透并实践逻辑清楚的股票投资方法。但愿不会误导大家。（个人观点的分享，不构成投资建议，请坚持独立思考。切记！切记！）