

普通高等教育经管类专业系列教材

INVESTMENT
VALUATION
ANALYTICS

投资 价值评估

刘志东 © 主编 荆中博 © 副主编

清华大学出版社
北 京

内容简介

全书以投资价值评估为核心主题，系统梳理了这一领域的历史演进、哲学思想、理论体系及实践方法，并深入探讨了价值投资理念与资产定价等前沿金融学理论的有机结合。书中精选了国内外众多企业在近年来的鲜活案例，特别关注中国金融市场的独特实践，帮助读者在学习理论的同时兼顾实务，启发其思考如何运用科学的评估方法在复杂多变的市场环境中做出理性决策。

此外，本书的每一章均精心设计了任务清单、核心内容和课后问答。这种系统化的编排形式可帮助读者明确学习重点，稳步掌握核心知识，并通过启发式引导培养其独立思考与实践能力。这种教学设计既注重理论的系统性，又关注能力的实际提升，使本书成为读者理论探索与实务应用的理想助手。

本书可作为高等院校金融学、投资学等专业的教材，也为有关领域的从业人员和研究人员提供了参考，尤其适用于注重借助全球化视野洞察中国市场特色的读者群体。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。举报：010-62782989，beiqinquan@tup.tsinghua.edu.cn。

图书在版编目(CIP)数据

投资价值评估 / 刘志东主编. -- 北京：清华大学出版社，2025.5. -- (普通高等教育经管类专业系列教材).
ISBN 978-7-302-68915-7

I . F830.59

中国国家版本馆 CIP 数据核字第 2025QR1771 号

责任编辑：高 岫

封面设计：马筱琨

版式设计：思创景点

责任校对：马遥遥

责任印制：刘海龙

出版发行：清华大学出版社

网 址：<https://www.tup.com.cn>，<https://www.wqxuetang.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座

邮 编：100084

社 总 机：010-83470000

邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969，c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈：010-62772015，zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：三河市君旺印务有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：185mm×260mm

印 张：33

字 数：954 千字

版 次：2025 年 6 月第 1 版

印 次：2025 年 6 月第 1 次印刷

定 价：128.00 元

产品编号：068744-01

推荐序一

价值评估是资产所有者或投资者进行交易决策前的一项最为重要的工作。价值评估的必要性源于商品或资产所有权转移之需，其历史源远流长。

价值评估并非舶来品，我国古人很早便有何对商品或资产进行估值的基本思想。公元前 350 年战国时期的《商君书·算地》中就有记载，“民之生：度而取长，称而取重，权而索利。”这是从商品交换者对于商品本身的需求角度来理解的估值。战国时期管仲所著的《管子》中记载的“万物通则万物运，万物运则万物贱”，则是基于商品的流动价值理解商品本身的价值。公元前约 100 年，西汉陆贾的《新语·术事》中记载，“圣人不贵寡，而世人贱众，五谷养性，而弃之于地，珠玉无用，而宝之于身。”其认为，商品的价值取决于供求关系，而与其使用价值本身并无必然联系。公元前 186 年的《算术书》中记载，“贷钱百，息月三，今贷六十钱，月未盈十六日归，计息几何？”可以看出，古人已经对贷款的提前归还问题进行了思考，从中已然呈现货币时间价值这一思想的雏形。西汉刘向的《战国策：燕策二》中记载，“人有卖骏马者，比三旦立市，人莫知之。往见伯乐曰：‘臣有骏马，欲卖之，比三旦立于市，人莫与言，愿子还而视之。去而顾之，臣请献一朝之贾。’伯乐乃还而视之，去而顾之，一旦而马价十倍。”从中也可以看出，在古人眼中专家对于商品或资产的估值成了市场上对于商品真实价值的重要参考依据。

近现代众多西方学者对商品或资产价值的确定开展了探索和讨论，涌现出一批经典的经济学、投资学理论。较早的理论包括劳动价值论、效用价值论等；后来，又展开对资产定价的讨论，如现金流决定论、基本面决定论；目前，被普遍接受的理论是均衡价值理论。

早期的劳动决定价值这一思想由英国经济学家威廉·配第提出。亚当·斯密和大卫·李嘉图也对劳动价值论做出了巨大理论贡献，马克思是劳动价值论的集大成者和重要创新者。劳动价值论认为，商品的价值是由生产商品的社会必要劳动时间决定的。马克思从劳动价值论出发，指出凝结在商品中的剩余价值部分是由工人创造却被资本家无偿占有，从而揭示了资本主义剥削的本质。

效用价值论(utility theory of value)是以物品满足人的欲望的能力或人对物品效用的主观心理评价解释价值及其形成过程的经济理论，同劳动价值论相对立。在 19 世纪 60 年代前，其主要表现为一般效用论，自 19 世纪 70 年代后主要表现为边际效用论。边际效用论者从对商品效用的估价引出价值，并且指出价值量取决于边际效用，即满足人的最后的亦即最小欲望的那一单位商品的效用。边际效用论者深刻指出，不能直接满足人的欲望的生产资料的价值，由它们参与生产的最终消费品的边际效用决定。

效用价值论的不足在于仅从需求端考虑了商品的价值，而劳动价值论则仅从供给端考虑了商品的价值。英国经济学家马歇尔以英国古典经济学中的生产费用论为基础，吸收边际分析和心理概念，阐述价格的供给一方；又以边际效用学派中的边际效用递减规律为基础，对其进行修改，论述价格的需求一方，认为商品的市场价格取决于供需双方的力量均衡，犹如剪刀之两刃，是同时起作用的，从而建立起均衡价值论。这一理论在几十年以后都是投资理论中内在价值论、基本面价值论、重置成本论的基础。

20 世纪 30 年代，约翰·威廉姆斯在其提交的哈佛大学的博士学位论文中系统阐述了股票价格是由其未来股利决定的思想，提出了迄今为止还在广泛使用的股利折现模型。威廉姆斯于 1938

年出版的《投资价值理论》(*The Theory of Investment Value*)一书,详细介绍了股利折现模型,该著作对投资学和金融学理论的发展起到重要的推动作用。后来的研究者对股利折现进行了改进,并提出了现金流贴现模型。因此,股利折现模型或现金流贴现模型成为最经典的投资价值评估理论之一,也是现代投资理论的精髓所在。

与威廉姆斯同时代的另一位投资大师则是格雷厄姆,他被称为“现代证券分析之父”“价值投资之父”。他在1934年出版的《证券分析》一书中提出,投资者以证券内在价值为决策依据是一个重要的理念但绝非必要,这是由于“内在价值”是一个难以描述的概念。与之对应,他首次提倡应采用基本面分析法,依据资产、营运资金、股东权益变动等资产负债表信息为证券估值。优良投资标的应满足破产后价值大于继续营运价值这一条件。

20世纪50年代以前,现金流的确是价值评估的核心。但是,这种价值评估方法没有解决风险度量和风险溢价的问题。1952年马科维茨发表的《现代资产组合理论》,取得资产定价理论上的突破性进展,为后续资产定价理论的发展奠定了坚实的基础。马科维茨的资产组合理论否定古典定价理论中关于投资者单一的期望收益最大化假设,因为该假设要求投资者只投资所有证券中期望收益最大的证券或者证券组合,而与现实中投资者的分散化投资组合相违背。

资产组合理论基于均值-方差模型,用证券组合的均值代表期望收益,用方差代表组合的风险,投资者理性的投资方式是实现特定风险水平下的预期收益最大化,或者特定收益水平下的风险最小化。不同的市场组合代表不同的均值-方差,投资者可以根据自己的风险偏好选择适合自己的投资组合,打败市场唯一的方法是承担更高的风险。因此,该理论不仅解决了现实中投资者分散化投资的现实,而且告诉投资者如何有效地形成分散化的投资组合。

资产组合理论的基石是新古典经济学中的均衡价格理论,将新古典定价法从一维空间拓展到风险与收益的二维空间。马科维茨对证券组合理论的主要贡献是,正确区分了单个证券的收益变动对整个证券组合收益的影响。他认为,要使组合的风险变小,不能仅靠分散投资,还要避免组合内不同证券之间的高度相关性。20世纪60年代以后,在资产组合理论基础上,金融家们相继提出了现代金融学中核心的资产定价模型,如资本资产定价模型、三因子模型、五因子模型等,给出了风险测度和风险溢价确定的量化分析方法,成为现代金融学、投资学的基础理论。

金融学、投资学理论的发展推动着投资价值评估理论和方法的演进和完善,但也呈现出一些问题,例如投资价值评估的理论和方法未能完美地融合最新的金融学理论精髓。刘志东教授等人编写的《投资价值评估》一书恰好弥补了这一不足。该书以寻求合理的内在价值为核心,系统地、详尽地阐述了主流的投资价值评估基本原则和方法,分析了这些方法背后的理论逻辑,尤其是将现代资产定价模型与投资价值评估理论和方法进行了有机融合。此外,该书还以专题分析的方式就投资价值评估的新理念、新方法及一些常见且特殊的资产类型(如经济增加值、无形资产、控制权、员工股权期权等)的价值评估进行了分析和讨论。

我认为,刘志东教授等人编写的《投资价值评估》是一部系统、全面阐述投资价值评估的理论和方法的优秀教材,是高等院校投资学专业、金融学专业和相关商科、经济学专业讲授投资价值评估的一本不可多得的教科书,对金融从业人员和对资产评估有兴趣的读者来说亦是一本有价值的参考书或工具书。投资价值评估问题是一个长期困扰了中外投资学学术界、金融业界的难题,对相关问题的探索和研究永无止境,期盼刘志东教授在投资价值评估研究方向上不要就此停步,产出更多、更高水平的既有理论创新又富有实践意义的成果。

中国人民大学金融学教授 汪昌云

2025年1月26日

推荐序二

作为有史以来最成功的价值投资大师之一，股神巴菲特的一举一动吸引着全球投资者的目光。

2024 年，尽管美股三大股指不断创历史新高，巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦公司却在大量减持其第一大重仓股苹果和第二大重仓股美国银行等。伯克希尔·哈撒韦公司账上的现金储备更是达到了创纪录的 3252 亿美元。在过去 60 年的投资生涯中，巴菲特创造了累计超过 4.38 万倍的回报，年化收益率达到约 20%。伯克希尔·哈撒韦的股价从巴菲特收购时的 17 美元每股涨到了 70 多万美元每股，成为全球股价最高的股票。巴菲特做价值投资的成功，值得我们所有投资者学习。

过去 8 年，我 6 次赴美参加巴菲特股东大会，希望借此让国内投资者学习并践行价值投资。巴菲特说过，价值投资是取得长期投资胜利的法宝，而价值投资不仅适合于美股，也适合于 A 股投资者和 A 股市场。可以说，价值投资是一种普世的投资理念。价值投资的基础是价值评估，也就是资产定价。价值投资的核心就是与伟大的企业一起成长，总结起来就是一句话：选择好行业、好公司，然后等待一个好价格。什么样的价格是好价格？就是当好公司出现暂时的经营困难，或者市场出现持续下行、投资者极其绝望的时候，才能产生好的价格。这个好价格指的是市场价格，那么这个公司有没有安全边际，就要看它的市场价格与内在价值的比较。

2016 年被视为价值投资的元年，价值投资在中国资本市场逐步生根发芽、开花结果。我也一直不遗余力地将巴菲特的价值投资理念介绍给广大投资者。很多投资者已经接受了巴菲特的价值投资理念，但苦于无法对企业的内在价值进行定价，所以经常在估值泡沫较大时仍然追逐股票或基金，等到市场下行时出现较大的亏损。巴菲特经常挂在嘴边的一句话就是“别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪”。巴菲特正是因为做到了这一点，所以在美股不断创新高的时候，他大量减持了美股。而在美股崩盘的时候，他又以救世主的身份买入被“错杀”的好股票。因此，对于国内投资者来说，如何做投资价值的评估是第一要务。国内关于价值投资的书籍汗牛充栋，关于投资价值评估的内容却凤毛麟角。中央财经大学刘志东教授等人花费了大量的时间和精力，写出的这本《投资价值评估》一书填补了这个空白。拿到书稿后，我迫不及待地一口气读完，受益匪浅。

《投资价值评估》一书内容丰富，涵盖了公司的估值方法、价值评估模型、有效市场理论、行为金融等多个方面。该书不仅介绍了财务报表分析与预测、企业盈利能力分析与盈余平衡、盈余衡量，还涉及公司经营和价值评估等内容。作者通过引用大量案例，向投资者介绍了常用的估值模型和方法，有一定基础的投资者能够通过阅读这本书来了解如何对一项资产进行定价。对一项资产内在价值的评估是投资者做出理性投资决策的先决条件。公司的价值是由多因素决定的，既包括时间价值，也包括风险价值；而公司的估值会随着市场风险偏好波动，对公司的估值比较主观，因此不能绝对定义一个公司的估值是多少。当然，通过采取合适的估值方法进行资产定价，可以大致了解公司的价值范围，为投资决策打下基础。华尔街有句名言“模糊的正确大于精确的错误”，这个模糊的正确是建立在正确的投资价值分析框架上的。本书介绍的三大金融资产定价理论模型——折现现金流估价法、相对估价法、实物期权估价法，都是极其常用和实用的。

结合投资实践，作者为广大投资者展现了投资实践中的不同估值境界：第一境界是静态估值，第二境界是动态估值，第三境界是不估值。这道出了投资的哲学。对于初学者和投资者来说，至少要达到前两个境界，即静态估值和动态估值。投资大师则能够达到第三个境界：不估值。刘志

东教授在书中提到，巴菲特曾经指出，要想成功进行投资，你不需要懂得贝塔值、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或者新兴市场。事实上，大家最好对这些东西一无所知。他的意思是，要从定性的视角甄别稀缺的、优质的公司，并对其进行长期投资，应当以股东的视角享受分红福利，判断管理层是否理性经营和决策，通过长期持有该公司的股份，而不是过分关注股价短期的波动来实现好的投资回报。他并不是说投资者不需要学习价值投资的基本知识，这就像武侠小说中练剑一样，初学者必须学习一招一式，苦练基本功，做到心中有剑，手中有剑。而真正达到一定境界之后，则可以做到手中无剑，心中有剑。最高境界是心中手中都无剑，但可以一招制敌。

做投资要循序渐进，本书内容几乎包罗万象，从估值模型的介绍到三张财务报表的构造，以及盈利能力和投资价值分析、并购重组、无形资产评估、不同生命周期的企业估值等。建议有志于在投资市场中获得长期投资回报的投资者认真学习、研读本书，相信大家在投资上会大有收获。一分耕耘，一分收获，只有长期去学习价值投资的理论，学习投资价值评估的方法，提高分析能力，然后在实践中锻炼良好的心态，做到不以涨喜、不以跌悲，才能在投资实践中实现个人财富的增长。

2016年，我结合中国市场的实际情况提出了中国特色价值投资的理论。这一理论强调，在投资实践中，我们应该坚持成为优秀公司的股东，或者通过配置优质基金间接持有这些公司的股权，这是价值投资的核心。同时，我们也要考虑到A股市场以散户投资者为主的特点，在市场出现错误定价时，敢于逆向操作，进行逃顶和抄底。这一切的基础，是判断股价是否有泡沫，以及是否被严重低估，而其关键则在于了解企业的内在价值。因此，对优质资产的投资价值评估就成为决定投资成败的关键。

对于那些希望在中国资本市场及全球资产配置中取得良好投资业绩，甚至实现个人财富自由的投资者、企业管理者和市场监管者，以及机构投资者，我推荐刘志东教授等人所编写的《投资价值评估》一书。相信这本书对大家形成投资理念、提升投资能力一定大有裨益。

前海开源基金首席经济学家、基金经理 杨德龙

2025年1月26日

前言

市场追随经济基本面：价值投资的深度剖析

自从2004年加入中央财经大学投资系工作后，我一直从事投资学、资产定价、金融工程等领域的教学和科研工作，担任“投资学”“投资项目评价”等课程的主讲教师。2007年至2008年，受国家留学基金委资助，我赴佐治亚理工学院进行学术访问，有幸聆听了众多佐治亚理工学院商学院教授开设的“投资学”“公司金融”等课程。其间，全球股市跌宕起伏的表现引发了社会各界对价值投资的重视，也让我看到了一个与“投资学”“公司金融”课程互为补充且有前景和挑战的方向——“投资价值评估”。2000年互联网泡沫的破灭更加坚定了我对价值创造核心原理深入研究的信念。无论是实业投资还是金融资产投资，寻求公司的持续发展，准确地评价公司的股权价值、债权价值等都是至关重要的，而投资价值评估正是投资决策的核心与灵魂所在。

正因为有了这样的思考和认识，回国后，我进一步梳理相关理论和知识。2008年3月，我为中央财经大学2005级投资学专业本科生开设了“投资价值评估”课程。课程以课堂讲授、随堂作业与实践案例相结合的形式进行，参考了纽约大学斯特恩商学院Aswath Damodaran教授的经典著作，以及麦肯锡公司合伙人Tim Koller、Marc Goedhart和David Wessels合著的价值评估教材。课程自首次开设以来，得到了同学们的广泛认可和喜爱。历届同学们积极参与课程实践，不仅加深了我对不同类型公司价值的深入理解和认识，更激励了我更好地准备教学内容和创新教学方法。

后来，在承担中国证监会、上市公司、国家发改委、财政部等部门委托的任务的过程中，我逐渐意识到，我国的投资经济运行环境、投资体制和公司治理等与国外有很大的不同，直接采用国外教材或文献的课程设计，未必能够满足社会对投资学专业人才的需求。同时，陆续毕业的学生根据工作需要也反馈，国外投资学理论知识体系和国内投资学实践之间存在较大差异。基于这些思考，我认为有必要编写一本既全面系统地教授价值投资理论，又契合中国国情的《投资价值评估》教材，以更好地满足课程需求和社会期待。

2017年，在多年教学和科研积累及相关课程整合的基础上，我决定编写《投资价值评估》教材。经过充分调研和反复研讨，我重新构建了教材的内容与知识体系，精心设计每章的知识结构、单元知识点、教学内容、思考题及案例分析等。历经7年的撰写和打磨，这部书稿终于完成。在写作过程中，我不仅对价值投资理论进行了系统研究和梳理，而且对其深层次的魅力有了更深刻的理解和认识。

价值投资的起源可以追溯到本杰明·格雷厄姆，他强调通过对企业财务报表的深入分析，寻找股价低于内在价值的股票，这一投资理念在当时的美国股市中具有开创性意义。费雪拓展了价值投资的视野，主张关注企业的成长潜力和管理层能力等因素，而不应仅局限于短期股价波动。格雷厄姆的学生沃伦·巴菲特则融合了格雷厄姆和费雪的投资理念，将价值投资进一步发扬光大，他不仅关注企业的财务状况以寻找价格低于内在价值的股票，更重视企业的品牌、管理团队、市场竞争力等“护城河”因素。例如，巴菲特在2008年金融危机期间果断投资了高盛和美国银行，同时他早年投资并长期持有可口可乐、美国运通等具有强大品牌效应和稳定现金流的企业，取得了令人瞩目的长期投资回报。而彼得·林奇则提倡观察日常生活，从消费趋势中发现成长型股票，使价值投资更具灵活性和实践性。

价值投资的核心在于认识到股票不仅是一种交易筹码，更是企业所有权的一部分。短期内，股市可能会受到宏观经济政策、投资者情绪等因素的影响而波动；但从长期来看，企业的价值最终会决定其股价表现。例如，一家拥有优质产品、创新能力和良好管理的企业，短期内股价可能被市场低估，但随着时间的推移，其内在价值会逐渐被市场所发现，股价也会回归到合理水平。这与那些仅仅依靠概念炒作、缺乏实际价值支撑的企业形成鲜明对比。

从长期来看，重视公司基本面和内在价值是市场健康发展的关键。以价值为核心，不仅可以造就更为健康的企业，也为资本市场的发展奠定了坚实基础。当企业管理层致力于提升企业的内在价值，如通过研发创新、优化管理、拓展市场等方式，企业不仅能够实现长期稳定的利润增长，还能够赢得资本市场和投资者的信任。资本市场会“奖励”这些致力于长期价值创造的企业，使得它们能够以较低的成本获得融资，从而进一步扩大生产和经营规模，形成良性循环。

以苹果公司为例，苹果公司一直注重产品的研发和创新，不断推出具有划时代意义的产品，如 iPhone、iPad 等。强大的品牌、优秀的用户体验及高附加值的产品，使得苹果公司具有极高的内在价值。在资本市场上，尽管苹果公司的股价会受到市场波动的影响，但从长期来看，其股价一直呈现稳步上涨的趋势，这表明投资者对苹果公司的长期价值充满信心，愿意为其股票支付较高的价格。

与此相反，一些企业为了短期股价上涨而选择财务造假或过度依赖资本运作，忽视了企业的核心业务发展。例如，安然公司曾经是美国能源行业的巨头，但其通过财务造假虚增利润，最终东窗事发，股价从高位暴跌至零，企业破产。这一事件警示我们，缺乏价值支撑的企业终将被市场淘汰。

全球主要国家的股市表现充分证明了市场追随经济基本面这一规律。美国股市作为全球规模最大且最具影响力的资本市场，长期以来与美国经济基本面紧密相连。在经济繁荣时期，例如 20 世纪 90 年代互联网泡沫破灭之前，美国经济呈现出高增长、低通胀的良好态势。新经济概念的兴起及大量科技企业的崛起，带动了股市的节节攀升。然而，当时的狂热情绪逐渐催生了股市泡沫。众多网络公司在缺乏实际盈利模式的情况下，股价被过度高估。投资者在追逐短期股价暴涨的同时，忽视了公司的基本面。随着美联储加息及市场对互联网企业盈利预期的调整，泡沫最终破灭，股市遭遇重创。这一过程表明，当股市脱离经济基本面，单纯依靠概念和炒作时，必然走向崩溃。

中国股市同样展现出其与经济基本面的紧密关联。在过去几十年，中国经济经历了制造业崛起、大规模基础设施建设及消费市场不断扩大的高速增长阶段。在此背景下，一些符合中国经济发展趋势且具有良好基本面的企业在股市中表现出色。例如，消费类龙头企业随着中国庞大消费市场的发展而不断成长，其股价也在长期内实现了稳步上涨。然而，中国股市的发展并非一帆风顺，也曾出现过投机过热的现象。例如，在 2015 年上半年，股市在资金杠杆的推动下快速上涨，许多缺乏业绩支撑的小市值股票被爆炒，市场弥漫着非理性狂热情绪。但这种脱离经济基本面的上涨注定无法持续，随着监管政策的调整和去杠杆措施的推进，股市迅速回调。这一过程再次证明，股市的健康发展必须建立在对经济基本面的正确反映之上。日本股市的发展历程也充满了深刻启示。20 世纪 80 年代末，日本经济处于泡沫经济的巅峰期。房地产和股市价格不断飙升，日本企业的股价被推到了极高的水平。在国际市场上，日本企业看似风光无限，投资者盲目乐观。然而，这种繁荣掩盖了日本经济结构的深层失衡，实体经济面临着诸如生产成本上升、产业竞争力下降等问题。随着泡沫的破灭，日本股市陷入了长期低迷，至今仍未完全恢复元气。这一案例再度表明，忽视经济基本面而过度追捧股价的行为最终会导致市场的灾难性后果。欧洲股市的发展也深受经济基本面的影响。在欧元区成立初期，市场对欧洲一体化的前景充满信心，一些欧洲跨国企业的股价表现良好。但随着欧洲债务危机的爆发，许多欧洲国家面临财政困境、经济衰退等问题，欧洲股市也随之大幅下跌，尤其是那些债务负担较重国家的企业，其股价受到的冲击更为明显。这一转变同样证明，无论是宏观的经济政策调整还是经济危机的冲击，股市都会对经济基本面的变化做出快速而敏感的反应。

在数智化时代，价值投资依然焕发着重要的启示意义。随着大数据、人工智能等技术在金融和投资领域的广泛应用，投资决策变得更加复杂。一方面，数智化技术为投资者提供了更多的信息和分析工具，使得投资者能够更深入地了解企业的基本面。例如，通过大数据分析，可以更准确地评估企业的市场份额、客户满意度等因素。另一方面，数智化时代也带来了全新的投资机会和挑战，特别是人工智能、区块链等新兴领域的科技企业，技术创新和市场的不确定性使其价值评估难度更大。例如，亚马逊在早期长期亏损时，投资者基于对其物流体系和云计算业务的深刻认知，洞察到其长期价值并坚守投资，最终获得丰厚回报。这进一步印证了价值投资理念的普适性，投资者需要聚焦这些企业的核心技术、商业应用前景及盈利模式等基本因素，而不是单纯被概念炒作和市场情绪所左右。

着眼当下，中国倡导的“耐心资本”理念是价值投资在实践中的重要体现，尤其契合了数智化时代下经济转型升级和高质量发展的需求。耐心资本指坚持长期投资、不因短期波动而动摇的资金，聚焦企业的长期发展潜力。在数智化时代，科技创新企业的成长周期较长，耐心资本为其提供了稳定支持。例如，在特斯拉的成长历程中，持有耐心资本的投资者未因技术难题、市场质疑或股价波动而退缩，坚持持有公司股票，帮助企业渡过发展难关，并推动新能源行业整体进步。类似地，在2008年金融危机中，市场恐慌引发大规模抛售，但坚持价值投资的长期资金不仅避免了损失，还在市场复苏中获益。由此可见，坚持耐心资本投资不仅可以助力企业渡过发展难关，推动行业进步，还能稳定资本市场，缓解因短期波动引发的恐慌。这一理念与价值投资的核心原则高度契合，强调长期视角和对内在价值的信念，为数智化时代的投资实践提供了重要启示。本书正是基于以上种种对价值投资理念在新时代背景下的深刻思考而撰写，涵盖了价值投资的基本原理、实践方法及典型案例等丰富的内容，旨在为投资者提供一个全面、系统的学习平台。通过研读本书，投资者可以深入理解价值投资的核心要点，掌握科学的价值评估方法和实用技巧，提高自己的投资能力，从而在投资市场中获得更加稳定的长期投资回报。同时，我也希望本书能够成为传播价值投资理念的重要载体，为推动这一理念的发展，促进资本市场的健康繁荣贡献力量。

作为一种经久不衰的投资理念，价值投资经过长期实践的检验，展现了其不可替代的意义。在数智化时代，我们更应坚守价值投资核心理念，重视公司基本面和内在价值的评估。本书的撰写正是顺应这一需求，其对于推动价值投资理念的发展和资本市场的长期健康稳定运行具有深远意义。

全书由刘志东教授主持编写，提出写作思路和框架结构，设计写作提纲，负责书稿撰写统稿和审校工作。荆中博老师参与本书部分章节初稿的文字修改工作。在编写过程中，多位中央财经大学投资学专业硕士、博士研究生和曾修读“投资价值评估”课程的同学参与了数据查找、资料整理、部分章节编写和文字校订等工作，在此感谢这些同学：孙赫璟、王珂、刘微、呼和、张馨雨、乔佳、赵鸿逸、付博之、傅嘉诚、谢泽中、池杰、李俊玮、齐立瑶、高洪玮、肖哲、续维佳、惠诗濛、宝英夫、张培元、陈芳兵等，以上同学在书稿的通读排版、图文编辑、图表制作和文字校对等工作中付出了艰辛的劳动，特别感谢孙赫璟同学对全书的审校。最后，我要对清华大学出版社的编辑表达衷心感谢，他们在教材选题的策划及出版过程的推进中给予了大力支持和悉心指导。受作者水平所限，书中难免存在错误或不足之处，恳请读者提出宝贵的批评和建议，使本书日臻完善。

为了方便学习，本书提供习题答案，读者可扫描右方二维码获取；同时，为了便利教学，本书还提供教学课件、教学大纲、教案和教学计划等教学资源，教师可扫描右方二维码索取。



习题答案



教学资源

刘志东

2025年3月23日

作者介绍

刘志东，中央财经大学龙马学者特聘教授、博士生导师，现任管理科学与工程学院院长，国家金融安全教育部工程研究中心副主任；教育部“新世纪优秀人才支持计划”入选者，北京市教学名师，北京市课程思政教学名师；北京高校优秀本科育人团队“投资学本科育人团队”负责人，全国高校黄大年式教师团队“金融安全工程”核心成员，教育部科技委学风建设与科学传播委员会委员，中国投资学专业委员会常务委员，中国金融系统工程专业委员会理事，中国优选法统筹法与经济数学研究会理事；主讲课程有投资学、投资价值分析与评估、投资学前沿、微观市场结构与资产定价、投资与经济专题研究等课程；研究领域为公司财务与价值投资、科技金融、计算金融、中国投资；在《管理科学学报》《中国工业经济》《中国管理科学》《系统工程理论与实践》及 *European Journal of Operational Research* (《欧洲运筹学杂志》) 等中英文学术期刊上发表论文 70 余篇，出版教材和学术专著 7 部；主持多项国家自然科学基金，省部级、企事业单位等科研项目；担任“投资学”国家精品在线开放课程、教育部新工科项目、投资学国家一流本科专业建设项目负责人；荣获教育部科技进步奖二等奖、聘望优秀教学成果奖、特殊贡献奖、涌金教师学术奖、优秀博士论文和优秀硕士论文指导教师等荣誉称号。

荆中博，中国科学院大学管理学博士、荷兰格罗宁根大学经济学博士，现任中央财经大学管理科学与工程学院副院长、私募股权与投资研究所所长；“投资学”国家一流本科课程授课教师，北京高校优秀大学生学科竞赛指导教师，北京市课程思政教学名师，北京市高校优秀本科育人团队骨干成员，2024 年知网高被引学者，2024 年度知网最具影响力学者。

目 录

第一章 投资价值评估导论	1
第一节 公司价值概述	1
一、公司价值具有多种表现形式	2
二、公司价值是一种多因素决定的 综合价值	2
三、公司价值体现了时间价值与风险 价值	2
第二节 公司估值的基本理念	3
一、公司估值是主观的	3
二、公司估值是随时变动的	3
三、公司估值是不准确的	3
四、公司估值需关注市场的有效性	3
五、公司估值需关注长期内在价值	4
六、公司估值的过程同样重要	4
第三节 公司价值评估的作用	5
一、价值评估对公司投资者的作用	5
二、价值评估对公司产权交易者的 作用	5
三、价值评估对公司管理者的作用	5
第四节 投资价值分析的框架与实践	6
一、全书布局框架	6
二、投资实践中的估值境界	6
三、人工智能时代的投资分析工具	8
本章小结	9
课后问答	9
第二章 价值评估模型概述	10
第一节 折现现金流(DCF)估值法	10
一、方法概述	10
二、折现现金流估值模型下所需 数据	11
三、折现现金流估值法的适用性和 局限性	12
第二节 相对估值法	12
一、方法概述	13
二、相对估值法乘数的决定因素	14
三、相对估值法的适用性和局限性	15

第三节 实物期权估值法	15
一、方法概述	15
二、实物期权估值法的适用性和 局限性	16
本章小结	16
课后问答	17
第三章 有效市场、行为金融与投资价值 评估	18
第一节 有效市场理论	18
一、市场有效和市场信息	19
二、有效市场的形式	20
三、有效市场的检验	21
四、有效市场理论对投资的意义	23
五、市场异象与有效市场理论的 挑战	24
第二节 行为金融	26
一、行为金融理论对有效市场假说的 质疑	26
二、行为金融学理论的立足点	27
三、常见的非理性行为	28
四、基于行为金融理论的投资策略	31
第三节 价值投资哲学	34
一、“心理、估值、风险”与价值 投资	34
二、有效市场假说(EMH)、行为 金融理论对价值投资的启发	35
三、有效市场假说、行为金融理论和 价值投资的辩证关系	38
四、有效市场与行为金融的融合： 价值投资的升级路径	38
五、价值评估：三位一体的投资 哲学	39
本章小结	40
课后问答	40
第四章 投资风险估计——折现率的确定	41
第一节 风险是什么	41

一、风险的定义、类别与度量·····41	三、预测财务报表的作用·····95
二、可分散风险与不可分散风险·····44	本章小结·····96
三、风险与折现率·····45	课后问答·····96
第二节 无风险利率·····45	第六章 盈利能力分析与盈余衡量·····97
一、无风险标的资产的特点·····45	第一节 盈利能力分析·····97
二、无风险资产的选择·····46	一、资产回报率(ROA)分析·····97
三、需要考虑的细节问题·····47	二、股东权益回报率(ROE)分析·····99
第三节 股权资本成本·····48	第二节 盈余的概念与衡量·····100
一、现代投资学经典模型概述·····48	一、会计盈余·····100
二、风险溢价的估算·····52	二、盈余的其他衡量·····101
三、相对风险系数贝塔·····55	三、盈余可持续性·····103
四、股权资本成本的估算·····58	第三节 盈余操纵·····104
第四节 债务资本成本·····59	一、盈余操纵的手段·····105
一、直接使用到期收益率·····59	二、盈余操纵影响的调整·····107
二、借助债务违约息差·····59	第四节 盈余管理·····108
第五节 加权平均资本成本·····60	一、盈余管理的目的·····108
本章小结·····61	二、盈余管理的影响·····109
课后问答·····61	第五节 盈余预测·····109
第五章 财务报表分析与预测·····62	一、结构化盈余预测·····110
第一节 财务报表概述·····62	二、时间序列盈余预测·····110
一、资产负债表·····62	本章小结·····111
二、利润表·····64	课后问答·····111
三、现金流量表·····67	第七章 从盈余到现金流·····112
四、所有者权益变动表·····68	第一节 现金流概述·····112
第二节 会计信息质量与财务报表	一、现金流的内容与分类·····112
信息调整·····77	二、利润与现金流的区别·····113
一、资产、负债的低估与隐藏·····77	第二节 利润的更新与调整·····114
二、收入、支出的确认·····80	一、利润的更新·····114
第三节 比率分析·····81	二、费用归类错误的更正·····114
一、偿债能力·····81	三、盈余管理的利润调整·····118
二、盈利能力·····83	第三节 现金流的衡量·····121
三、营运能力·····86	一、股权自由现金流(FCFE)·····121
第四节 共同比分析与趋势分析·····87	二、公司自由现金流(FCFF)·····123
一、共同比分析·····87	三、名义现金流与实际现金流·····124
二、趋势分析·····89	第四节 税率与再投资的调整·····125
第五节 现金流量分析·····90	一、税收效应·····125
一、现金流量总量分析·····90	二、再投资·····128
二、现金流量结构分析·····91	本章小结·····129
三、现金流量综合分析·····91	课后问答·····130
第六节 编制预测财务报表·····93	第八章 现金流增长率的估算·····131
一、预测财务报表概述·····93	第一节 增长期间的确定·····131
二、编制预测财务报表的流程·····93	

第二节 历史增长率估算法	132	二、调整的预期增长率与股权 回报率	167
一、平均数估计法	132	三、每股价值与股权价值	168
二、线性和对数线性回归模型	133	第三节 模型的具体形式	169
第三节 专业人员盈利预测法	135	一、稳定增长的 FCFE 模型	169
一、专业人员盈利预测法的 准确性	135	二、两阶段 FCFE 模型	170
二、不同专业人员的估计	135	三、三阶段 FCFE 模型	173
三、专业人员盈利预测法的利用	136	第四节 FCFE 模型的评价	176
第四节 基本面预测法	137	一、FCFE 模型的优点	176
一、权益收益的增长	137	二、FCFE 模型的局限性	177
二、权益收益的决定因素	139	三、FCFE 模型的适用性	177
三、经营收益的增长	141	第五节 FCFE 模型和 DDM 模型的 比较	177
四、基本面预测法的运用	143	一、二者的联系	177
本章小结	144	二、二者的区别	178
课后问答	144	第六节 FCFE 模型案例分析	182
第九章 股利折现模型	145	一、某照明公司价值评估	182
第一节 模型概述	145	二、某酒业公司价值评估	183
第二节 模型的具体形式	146	本章小结	185
一、不变增长模型	146	课后问答	185
二、传统两阶段增长模型	149		
三、改进的两阶段增长模型—— H 模型	153	第十一章 经营性资产及公司价值 评估	186
四、三阶段增长模型	154	第一节 企业价值和股权价值	186
第三节 股利折现模型的评价	156	一、由企业价值计算股权价值	186
一、模型的优点	156	二、企业价值评估与股权价值 评估	188
二、模型的局限性	156	第二节 资本成本法	189
三、模型的适用性	157	一、模型概述	189
四、股利折现模型在实际运用中的 问题	157	二、模型的具体形式	193
第四节 股利折现模型的延伸	159	三、模型的评价	196
一、股票回购	159	第三节 调整现值法	197
二、行业及市场价值评估	161	一、基本原理	197
第五节 股利折现模型案例分析	162	二、输入变量与计算步骤	197
一、某照明公司价值评估	162	三、与资本成本法的比较	199
二、某酒业公司价值评估	164	四、模型的评价	199
本章小结	165	第四节 超额收益法	201
课后问答	165	一、基本原理	201
第十章 股权自由现金流折现模型	166	二、输入变量与经济增加值的 计算	201
第一节 股权自由现金流	166	三、公司价值与经济增加值	202
第二节 模型概述	167	四、与资本成本法的比较	202
一、基本原则	167	第五节 FCFE 模型案例分析	204

一、A 公司基本信息	204	二、影响因素	243
二、资本成本	204	三、应用	244
三、“自上而下”法关键指标估计	206	四、小结	244
四、计算现金流和企业价值	207	第四节 价格账面价值比率	245
五、从企业价值到每股价值	209	一、定义	245
本章小结	209	二、影响因素	245
课后问答	210	三、应用	246
第十二章 相对投资价值评估	211	四、小结	246
第一节 相对投资价值评估概述	211	第五节 市销率	247
一、相对投资价值评估的概念	211	一、定义	247
二、相对投资价值评估的步骤	212	二、影响因素	247
三、相对投资价值评估与折现现金流估值	212	三、应用	250
四、相对投资价值评估的优缺点	212	四、小结	250
第二节 相对投资价值评估的两个基本要素	214	第六节 其他权益乘数	251
一、乘数	214	一、股权价格/现金流总额	251
二、可比公司	216	二、股权价格/权益净现金流	252
第三节 可比公司的选取	216	本章小结	252
一、可比公司的选取原则	216	课后问答	252
二、可比公司财务调整	217	第十四章 基于价值乘数的公司投资	
三、可比财务分析	221	价值评估	253
第四节 使用乘数的 4 个基本步骤	222	第一节 概述	253
一、对定义的检验	222	一、公司价值乘数的定义及适用范围	253
二、描述性检验	223	范围	253
三、分析性检验	224	二、企业价值的衡量	254
四、应用检验	225	三、变量的衡量	255
本章小结	229	第二节 企业价值/EBITDA 比率	256
课后问答	229	一、定义	256
第十三章 基于权益乘数的股权投资		二、影响因素	256
价值评估	230	三、应用	258
第一节 概述	230	四、小结	258
一、权益乘数的定义及适用范围	230	第三节 企业价值/账面价值比率	259
二、衡量权益的市场价值	231	一、定义	259
三、衡量权益变量	232	二、影响因素	259
第二节 市盈率	237	三、应用	260
一、定义	237	四、小结	260
二、影响因素	238	第四节 企业价值/收入比率	260
三、应用	240	一、定义	260
四、小结	241	二、影响因素	260
第三节 价格收益增长比率	241	三、应用检验	263
一、定义	241	四、小结	265
		本章小结	265
		课后问答	265

第十五章 以资产为基础的投资价值

评估	266
第一节 基于资产的企业价值评估	
方法概述	266
一、资产基础法的内涵	266
二、资产基础法的注意问题及适用	
情况	267
三、资产基础法的优势与局限	268
第二节 资产基础法	269
一、单项资产价值评估方法	269
二、资产基础法的评估步骤	271
三、三种企业价值评估方法的	
比较	272
第三节 单项资产的估值举例	273
一、有形资产的估值	273
二、无形资产的估值	274
三、特殊资产的估值	275
本章小结	275
课后问答	276

第十六章 实物期权与投资价值分析 277

第一节 实物期权的概述	277
一、传统投资决策方法的不足	278
二、实物期权的概念	278
三、实物期权的分类	279
四、实物期权法估值的基本思想	280
第二节 实物期权的定价	281
一、确定实物期权的三个基本	
问题	281
二、金融期权的定价	282
三、实物期权与金融期权的区别	285
四、实物期权的定价模型	285
第三节 实物期权的应用	286
一、延迟期权	286
二、扩展期权	288
三、资本结构决策中的期权	289
四、放弃期权	292
五、将股权作为期权	293
本章小结	296
课后问答	297

第十七章 经济增加值与投资价值

分析	298
第一节 价值创造的度量	298

一、基于折现现金流模型的价值	
创造	299
二、基于股票市场的价值创造	301
三、传统度量方法的不足	301
第二节 EVA 及其计算	302
一、EVA 的定义与计算	302
二、EVA 与折现现金流模型	303
三、经济增加值模型的优势与	
局限	305
第三节 EVA 与价值评估	306
一、EVA 与股权价值	306
二、EVA 与企业价值	306
三、EVA 与市场价值	308
本章小结	309
课后问答	309

第十八章 公司治理、财务信息质量与

投资价值分析	311
第一节 公司治理概述	311
一、公司治理的含义	311
二、公司治理的理论基础	312
第二节 公司治理与投资价值分析	314
一、公司治理对投资者的利益保护	
机制	314
二、公司治理与价值创造	316
第三节 财务信息复杂性与投资	
价值分析	318
一、财务信息质量的含义	318
二、财务信息复杂性的评估结果	320
三、在折现现金流估值法中体现信息	
复杂性的调整	321
四、在相对估值法中体现信息复杂性	
调整	322
五、财务信息质量的治理	323
本章小结	324
课后问答	324

第十九章 私人公司投资价值分析与

评估	325
第一节 私人公司的特点	326
第二节 私人公司的折现现金流	
模型价值评估法	327
一、折现率	327
二、现金流	332

三、增长率	335	六、未来发行的员工期权对每股	
四、弱流动性折扣	336	价值的影响	374
五、控制权问题	338	七、以期权为基础的薪酬的影响	375
第三节 私人公司交易类型与估值	339	第三节 限制性股票	377
一、私对私交易	339	一、限制性股票的特征和会计	
二、私对公交易	340	处理	377
三、中间情形	341	二、估计限制性股票的价值	378
第四节 私人公司的相对价值		三、在价值评估中考虑限制性股票	379
评估法	343	本章小结	380
一、并购交易法	343	课后问答	380
二、类比上市公司法	344	第二十二章 无形资产价值	381
本章小结	344	第一节 无形资产的概念及其分类	381
课后问答	345	一、无形资产的概念及特征	381
第二十章 现金、所持股份及其他资产		二、无形资产的分类及主要形式	382
价值评估	346	第二节 无形资产的价值	383
第一节 现金与准现金投资	346	一、无形资产的价值来源	383
一、公司持有现金的动机	347	二、影响无形资产价值的因素	383
二、现金持有的分类	348	三、无形资产评估的重要性	384
三、估值中对持有现金的处理	349	四、无形资产的评估过程	384
第二节 金融投资	356	第三节 无形资产的评估方法及	
一、持有风险证券的动机	356	应用	385
二、估值中对金融投资的处理	357	一、成本法	385
第三节 持有其他公司股份	358	二、折现现金流法	389
一、会计处理	358	三、相对估值法	391
二、对持有其他公司股份的公司进行		四、实物期权法	393
估值——折现现金流估值法	359	五、评估中的其他问题	397
三、对持有其他公司股份的公司进行		第四节 数据资产价值评估	398
估值——相对估值法	361	一、数据与数据资产	398
第四节 其他非经营性资产	362	二、数据资产的价值驱动因素	399
一、闲置资产	362	三、数据资产价值评估方法	401
二、养老金资产	363	第五节 ESG 理念下的企业价值	
本章小结	363	评估	404
课后问答	363	一、ESG 概述	405
第二十一章 员工股权期权及薪酬	364	二、ESG 对折现现金流法的影响	406
第一节 股权为基础的薪酬	365	三、ESG 实践的不足及建议	409
第二节 员工期权	366	本章小结	410
一、员工期权的使用	366	课后问答	410
二、员工期权的特征	366	第二十三章 控制权价值	412
三、员工期权的会计处理	367	第一节 控制权价值的产生	412
四、员工期权对价值的影响	367	一、控制权的含义	412
五、现有期权对每股价值的影响	368	二、控制权价值的来源	414
		三、控制权价值的影响因素	414

四、控制权价值的表现形式·····	416	一、协同效应实现的证据·····	452
第二节 控制权期望价值·····	418	二、协同效应价值的支付与分配·····	454
一、控制权期望价值衡量方法·····	418	三、并购方超额支付的原因·····	455
二、转变管理的价值·····	418	四、提升协同效应实现的可能性·····	456
三、转变管理的概率·····	420	本章小结·····	457
第三节 实证研究中控制权价值的		课后问答·····	457
衡量方法·····	422		
一、大宗股权交易溢价法·····	422	第二十六章 处于生命周期不同阶段	
二、投票权溢价法·····	423	公司的价值评估·····	458
三、少数股权价差法·····	424	第一节 初创期公司价值评估·····	458
本章小结·····	425	一、初创期公司的特征·····	458
课后问答·····	425	二、初创期公司估值难点·····	459
第二十四章 流动性价值·····	427	三、初创期公司的估值方法·····	460
第一节 流动性价值综述·····	427	第二节 成长期公司价值评估·····	471
一、流动性的含义·····	427	一、成长期公司·····	471
二、流动性价值是否存在·····	428	二、成长期公司估值难点·····	472
三、影响流动性价值的因素·····	430	三、成长期公司估值方法·····	473
四、流动性价值对投资价值评估的		第三节 成熟期公司价值评估·····	475
意义·····	433	一、成熟期公司·····	475
第二节 非流动性成本及流动性		二、成熟期公司估值难点·····	476
衡量·····	433	三、成熟期公司估值方法·····	477
一、非流动性成本来源·····	433	第四节 衰退型公司的价值评估·····	478
二、流动性的衡量·····	435	一、衰退期公司·····	479
第三节 流动性价值在投资价值		二、衰退期公司估值难点·····	479
评估中的应用·····	437	三、衰退期公司估值方法·····	480
一、非流动性折价法·····	437	本章小结·····	481
二、调整折现率法·····	440	课后问答·····	482
三、相对估值法·····	441		
本章小结·····	442	第二十七章 周期性和大宗商品类公司	
课后问答·····	442	评估·····	483
第二十五章 协同效应价值·····	443	第一节 周期性公司和大宗商品类	
第一节 企业并购与协同效应产生·····	443	公司·····	483
一、企业并购动因及形式·····	443	一、周期性公司·····	483
二、协同效应的含义·····	445	二、大宗商品类公司·····	484
三、协同效应的分类·····	445	三、特征·····	484
第二节 协同效应价值及评估方法·····	447	第二节 估值的难点·····	484
一、协同效应的价值来源·····	447	一、基准年数据占比过高·····	485
二、协同效应评估的直接法·····	449	二、估值纳入宏观因素·····	485
三、协同效应评估的间接法·····	450	三、选择性的正常化·····	485
四、协同效应价值评估中的其他		第三节 估值的方法·····	485
问题·····	451	一、折现现金流估值·····	486
第三节 协同效应价值的实现·····	452	二、相对估值·····	488
		三、未开发储备的实物期权参数·····	488
		本章小结·····	490

课后问答	490	二、股利和现金流	494
第二十八章 金融服务公司价值评估	491	三、面值和市值	494
第一节 金融服务公司的分类	491	四、监管和风险	494
第二节 金融服务公司的特征	492	第四节 估值方法	495
一、监管限制	492	一、折现现金流模型	495
二、会计准则的差异	492	二、相对估值	500
三、负债和股权	493	三、以资产为基础的估值	501
四、评估再投资	493	本章小结	502
第三节 估值的难点	494	课后问答	502
一、负债	494	参考文献	503

第一章

投资价值评估导论

本章任务清单

任务序号	任务内容
1	理解公司价值的基本含义及表现形式
2	理解公司估值的基本理念
3	了解投资价值评估对投资者、产权交易者和管理者的差异化的作用
4	了解投资价值评估学习框架
5	理解估值三重境界的演进逻辑与实践意义
6	了解人工智能时代下投资分析与 AI 工具的协同发展

对一项资产的价格及其价值进行评估是投资者做出理性投资决策的先决条件。但是，不同情形下的估值难度、准确性会有差异，估值中的具体细节也会因资产的不同而有所不同。首先，本章将概括介绍公司价值的基本含义、公司估值的基本理念等。其次，本章将分析价值评估对投资者、产权交易者和公司管理者做出决策的意义。最后，本章将为读者梳理全书逻辑，搭建投资价值评估的框架，并介绍投资实践中的估值境界和 AI 时代的投资分析工具。

第一节 公司价值概述

价值评估是投资者做出投资决策前最为重要的工作之一。在进行价值评估之前，我们首先要明确什么是公司价值。公司是一个客观存在于经济生活中的实体。它是集合了土地、劳动力、技术、资本和企业家才能等要素资源的综合体，在承担市场风险、追逐利润的同时，为社会提供产品和服务。公司本身就是一个复合的概念，它不仅是一个经济组织，还是一个法律主体、资产主体、经营主体及市场主体等。与公司的概念相对应，公司价值也是一个复合的概念，视角不同会产生不同的公司价值概念。现代主流观点认为，公司价值是由公司未来获利能力所决定的。因此，公司价值是公司在未来各个时期产生的净现金流量的现值之和。公司未来获利能力包括公司现有的获利能力和潜在的获利机会。前者称为在位资产获利能力，是指在公司现有的资产、技术和人力资源的基础上，已经形成的预期获利能力；后者称为成长性资产获利能力，是指公司当前尚未形成获利能力，但以后可能形成获利能力的投资机会。所以，公司价值是公司现有基础上的获利能力价值和潜在获利机会价值之和。

由此可见，公司价值是一定阶段体现和影响公司生存和发展的内部因素与外部因素的融合体，是体现公司整体获利能力的综合性指标。下面将介绍公司价值的基本特征。

一、公司价值具有多种表现形式

公司价值一般表现为 5 种形式。①内在价值，即公司的在位资产和成长性投资在未来产生的现金流量的折现值，是一种强调公司盈利能力的公司价值类型。②账面价值，即公司在一定时点上资产负债表所显示的资产总额，即公司债权人、股东等投资者对于公司资产所有权的价值加总。③市场价值，即公司股票的价格与公司债务的市场价值之和，是将公司视为一种可在公开市场交易的商品，在供求关系的作用下所确定的价格。④公允价值，即交易双方在完全了解有关信息的基础上，在没有任何压力的情况下，自愿进行交易的价格。在市场完善的情况下，市场价值常常是公允价值的良好替代。⑤清算价值，即指在企业出现财务危机，破产清算时，把企业的实物资产逐个分离、单独作价的资产价值，即仅衡量在位资产的价值，是一种基于公司非持续经营条件的公司价值类型。

知识链接：市场价值与公允价值

市场价值与公允价值都将资产创造未来收益的能力作为资产价值，但市场价值与公允价值在资产使用假设、营销周期、交易市场假定、评估方法及交易计量等方面均有所不同，具体而言：市场价值假设资产处于最佳使用状态，公允价值假设资产处于交易时的特殊状态；市场价值要求有充分的市场营销周期，公允价值则不做要求；市场价值要求市场必须是公开竞争的，公允价值则侧重于让双方均认可这一价格；市场价值的评估方法主要包括市场比较法和重置成本法，公允价值评估方法有市场比较法、收益现值法和重置成本法；每种资产的市场价值只能有一个，而公允价值则可有多个。

二、公司价值是一种多因素决定的综合价值

公司作为一种特殊的商品，其价值既受内部因素的影响，也受外部因素的制约。内部因素表现为公司经营管理、公司盈利、公司成长及公司风险，它们可能是公司的优势因素，也可能是公司的劣势因素，影响着公司内部价值的大小。外部因素包含环境因素(如政治、自然环境、技术、经济与人口等)、行业因素和市场因素等各种共同影响因素。它们可能为公司实现价值增值提供机会，也可能对公司产生威胁，导致公司的价值减少。公司价值是由内外因素共同决定的，这些要素价值的强弱，决定了公司价值的大小。

三、公司价值体现了时间价值与风险价值

公司价值取决于公司的持续获利能力，而公司的时空运动必然面临公司存续期限问题与风险问题。公司价值强调的是在风险和收益均衡的条件下，公司长期、可持续地获取现金流的能力。

公司价值评估，就是以公司整体为对象，考虑其整体获利能力，以及对公司获利能力产生综合影响的各类因素，对其整体资产的内在价值进行综合性评估。公司价值评估不是将公司内部各项资产价值进行简单的加总，而是考虑各项资源要素共同作用产生的公司整体盈利能力。首先，公司价值评估是在综合考虑公司全部资产要素、未来现金流量、公司战略竞争力、抗风险能力等诸多因素的前提下进行的。因此，公司价值评估具有综合性。其次，公司价值是未来现金流量的现值，需要准确预测公司现金流量、折现率、公司价值增长期等指标，不仅要考虑公司有形资产对公司价值的影响，还要考虑核心竞争力、商誉等无形资产的重要作用；不仅要考虑公司内部的微观影响因素，还要考虑公司外部的宏观政治、经济因素。由于公司价值评估涉及众多的因素，所以它不是绝对准确的数值。公司价值评估更主要的任务是帮助公司决策，实现公司价值的创造与增值。

第二节 公司估值的基本理念

公司估值是一门艺术，它不仅是纯粹的艺术，还包含了很多复杂的信息与不确定性。在公司估值的过程中，我们必须遵守相应的估值理念与原则，从而获得更加准确的估值结果。

一、公司估值是主观的

虽然我们的估值模型都是定量的，但是在众多估值假设方面却存在着很大的主观判断空间。在估值时，若我们对大量信息做过滤性解读或过度解读，就会使我们产生主观的判断，做出不符合实际的假设，因而基于主观判断所得到的公司估值是包含很多偏见(bias)的。

信息供给方的偏见和制度因素是偏见的主要来源。在大多数情形中，我们在估值前就能通过公开信息了解到市场对于某些公司估值的观点，而市场上已经存在的信息，如其他分析师，尤其是部分金牌分析师认为公司价值被高估或低估，估值时要使用的经高管粉饰的公司年报等，会令获得的信息本身便包含了许多偏见因素，从而使后续分析出现偏向。除此之外，制度因素，如奖惩机制、与估值相关的利益问题也会使得估值出现严重的偏见，比如在收购时，收购方更愿意低估被收购公司的价值。基于上述分析，当我们使用第三方估值时，应该考虑到分析师们的偏见，综合市场信息，审慎地使用第三方估值。

二、公司估值是随时变动的

任何对公司的估值都会受到公司状况和市场波动的影响，估值会随着市场新信息的不断涌现而发生变化。当公司的收益报告发生变化时，公司的经营状况、经营模式等信息也会随之更新，这时我们必须及时更新公司的估值，尽可能地考虑新信息的影响。同时，一些能影响行业或整个经济体系的信息，如某特定行业新出台的政策、宏观经济增长周期等信息的变动，都会给公司估值造成影响，这就要求我们不断更新公司估值，从而得到公司的当期价值。

三、公司估值是不准确的

由于公司估值会随着我们对公司发展和宏观经济走势的假设变化而动态变化，因此，即使估值所需的信息来源不存在任何偏见，且能够成功将估值与制度因素等分离，公司估值依旧存在不确定性。由于公司估值所需要的现金流和折现率都是估计值，因此，希望得到准确的公司估值也是不现实的。同时，这种估值的不确定性会导致初创企业估值难度大于成熟企业，因为对它们未来各种情形的估计会更为困难，信息也相对缺乏，但与之相对应的，对初创企业准确估值所能取得的收益也大于成熟企业。

四、公司估值需关注市场的有效性

估值需要市场中大量的信息，而市场有时也会犯错。认为市场有效的投资者会把市场价格当作对公司价值的最优估计，公司可以从它发行的证券中获得公允价值。但在短期内，对于个股或单个行业而言，定价错误、价格背离内在价值才是常态，发现市场的错误则需要合理的估值逻辑与前景分析。在公司估值的过程中，我们需要对市场有效性持怀疑态度，当我们得到的估值与市场价格相差甚远时，应进行审慎检查与信息再收集，尽可能地保证逻辑的合理性和估值的相对准确性，但不应盲目调整参数，以使估值结果向市场价格靠拢。

市场的自主纠错能力和长期趋于有效的过程正是估值的意义所在：若市场始终处于完全有效

的状态，则除了未上市的私营企业(没有市场价格)和并购企业的估值(并购往往并不是简单的价值相加，市场可能暂时无法对这种复杂的变化做出正确反应)外，所有的估值模型和方法均是为了证明市场价格的正确性，估值便不再是合乎逻辑的一门艺术，而是目的导向型极强的证明；若市场无法自主纠错，价格长期始终与内在价值或合理的定价水平大幅度背离，则估值便失去了其实际意义，成了华而不实的观赏品。

市场的短期定价错误与长期趋于有效的动态关系，恰恰为“安全边际”(margin of safety)的构建提供了逻辑基础。安全边际的本质是市场价格与内在价值的偏离幅度，其存在根植于两对核心矛盾的动态博弈——内在价值的理论客观性与估值实践的主观性，以及市场价格的客观存在与情绪驱动的主观形成机制。理论上，内在价值是公司未来现金流的客观折现，这一价值本质独立于市场情绪；但在实际评估中，折现率、增长率等参数的选择依赖分析者的主观判断，导致估值结果呈现差异。市场价格虽以客观数字呈现，但其波动本质是投资者对基本面的主观解读、情绪波动，甚至群体非理性的集合反应。当市场因恐慌将客观内在价值为 10 元的股票定价为 3 元时，7 元的差额即为正向安全边际；反之，价格虚高则形成负向安全边际。格雷厄姆将市场比作“躁郁症患者”，其报价时而亢奋时而低迷，而巴菲特的“别人恐惧我贪婪”正是对安全边际策略的精辟凝练：充分利用市场短期无效性(情绪定价)与长期有效性(价值回归)的关系，通过逆向操作实现超额收益。这一策略的底层逻辑在于——理性投资者基于主观估值锚定内在价值的客观区间，同时捕捉市场情绪极端化导致的价格偏离，在价格低谷逆向买入(如 3 元)，等待长期价值回归(至 10 元)。其成功既需承认估值的主观局限(参数假设的不完美)，又需驾驭情绪的客观波动(恐慌与贪婪的周期性)，最终在矛盾统一中锁定风险可控的复利收益。在本书第三章中，我们将深入探讨有效市场理论与行为金融的辩证关系，解析市场短期非理性波动、长期价值回归规律及价值投资策略的实践路径。

五、公司估值需关注长期内在价值

对于管理者和投资者而言，公司的长期内在价值应是关注的重点。公司的长期内在价值源自超额回报的增长，即当公司未来的投入资本回报率大于资本成本时，业绩增长会为公司创造价值。故内在价值较高的公司往往意味着其品牌或经营模式得到了受众和社会的广泛认可，而并非短期内高涨的市场情绪所致，在客观上创造了较大的经济效益和社会效益，以此为估值重点亦有利于国家整体经济实力的提升。

然而在中国股市中，公司的管理者和投资者普遍具有“短视主义”，因而有时会更加关注短期内的股票价格变动，并以此作为交易依据。短视的投资者会过度依赖公司近期业绩进行决策，为迎合投资者的偏好，管理者可能会降低研发投入或营销宣传等可支配性较强的费用，并将这些费用增加到当期利润上，形成虚假繁荣。在变化无常、技术迭代快的数据时代，从长远角度来看，这种短视行为不利于公司掌握前沿的技术和维持客户黏性，从而可能降低投资回报率和营业收入，不仅会抑制公司的长期价值创造能力，也会降低公司提升经济、社会效益的可能性。

六、公司估值的过程同样重要

估值过程与一些价值决定因素息息相关，有助于我们了解公司的实际经营状况。在估值过程中，公司管理者不仅会对企业整体经营状况有更明晰的了解，还可以了解到许多必备信息，如无形资产的价值、不同增长假设对应的公司价值、增加项目的收益、并购公司的收益等，这些信息都有助于我们进一步认识公司存在的优势及不足，有利于公司管理者做出正确的决策，实现企业增值。

第三节 公司价值评估的作用

公司价值评估是一项综合性的要素评估,是对公司整体经济价值进行判断、估计的过程。价值评估可以应用在一系列任务中,但是它所起到的作用对于不同的主体是不同的。下面,我们将分别从公司投资者、公司产权交易者,以及公司管理者三个主体的角度介绍价值评估的作用。

一、价值评估对公司投资者的作用

对于公司投资者,尤其是那些价值型投资者和长期战略投资者,价值评估在他们的投资决策中起到了关键性的作用。价值型投资者认为,公司价值可以通过财务指标反映出来,这些财务指标包括成长预期、风险预测和现金流量预测等。任何偏离公司内在价值的股票价格都是低估或高估的表现,而那些被低估的股票正是他们投资的重点。

在现实中,投资者更多利用的是上市公司的公开信息,若想全面了解各个行业内公司的业务信息、内部运作规律,则存在极大的困难和挑战,在人力有限的情况下难以实现。因此,长期战略投资者主要从事他们自己非常熟悉的一些业务,并尝试购买那些被低估的公司的股票。他们常常对这些公司的管理施加影响,从而改变公司财务和投资决策,通过公司价值评估,认识到公司存在的风险与其真实的价值,从而理性地做出投资决策,规避公司存在的较大风险,减少冲动的行为所带来的不可挽回的损失。

二、价值评估对公司产权交易者的作用

在公司并购过程中,价值评估对于公司产权交易者进行正确的分析和决策起重要作用。在收购活动开始前,并购公司或个人先要评估目标公司的合理价位,并评估合并后公司的价值创造能力。同样,在接受或者放弃某个标价之前,目标公司要对自己有一个合理的定价,也需要进行价值评估。

在并购交易中,还有另外一些特殊因素需要考虑。首先,在做并购决策之前,一定要考虑到两家公司(目标公司和并购公司)的合并会对两家公司的总价值产生什么影响。这一过程中要注意避免过多关注并购对每股盈利的稀释作用,而应以合并后公司带来的协同效应价值,以及其长期内在价值为参考进行决策。其次,管理变革和目标公司资产的重组也会对公司的价值产生重大影响,所以在制定一个合理价格的时候应该考虑这些因素,尤其在敌意收购中更应全面考虑。因此,对公司价值的评估有助于产权交易者对公司的前景与存在的风险有一个清醒的认识,并将其作为确定交易价格的基础。只有在充分分析了公司的价值状况之后,才能准确地把握交易机会,掌握交易主动权,尽可能地降低由此带来的风险。

三、价值评估对公司管理者的作用

对公司进行价值评估,有利于公司内部的经营管理层进行决策,提高管理效率。以开发公司潜在价值为目的的价值管理正在成为现代公司经营管理的方向。公司价值管理更加注重对公司整体获利能力的分析和评估,从而制订和实施合适的经营发展计划以确保公司的经营决策有利于增加公司价值。在这一趋势下,公司管理人员将不再满足于反映公司历史的财务数据,而是更多地运用公司价值评估的信息展望公司的未来,提高公司的未来盈利能力。价值管理以提高公司价值为目标,从战略高度对公司各项资源进行整合、优化与开发,推动公司整体价值的持续增长。为满足价值管理的需要,管理者需要评估公司价值,评价管理效果,并推行激励计划,最终实现公司价值增值。这样,价值评估的应用领域便从并购交易拓展到了公司价值管理。

因此，管理者先要清楚财务决策、公司战略与公司价值之间的关系。一个公司的价值与其下列决策是直接相关的：采纳哪些投资项目，如何筹措到所需要的资金，采取何种合理的股利政策等。理解这些关系是做出提高公司价值的决策和进行明智的资产重组的关键。

第四节 投资价值分析的框架与实践

一、全书布局框架

本书第一章至第三章将给读者介绍一些投资价值分析的基本概念和框架，如常用的三大金融资产估值理论和模型：折现现金流估值法、相对估值法、实物期权估值法，所用方法不同会带来不同的估值结果，本书后面也将详细解释为何选取的模型不同将带来差异，并介绍如何选取合适的模型对企业估值。同时，在这些章节中，本书将介绍有效市场假说的内容及三种有效市场、行为金融相关理论等，阐述这些理论与投资价值评估的关系。

第四章至第十一章将以折现率的确定、现金流的估算、增长率的预测等折现现金流模型的主要因素为切入点，系统性地对折现现金流模型进行介绍。本书将深入阐述风险及风险与折现率之间的关系，探讨不同情况下折现率的估算方式，在此之后，本书将介绍三大财务报表的分析方法与基于此的盈余的衡量，同时我们将从盈利的角度出发，估算企业的现金流及其增长，并进一步介绍折现现金流估值法的三个模型，即股利折现模型、股权自由现金流折现模型、公司自由现金流折现模型。

本书第十二章至第十四章将详细阐述相对投资价值评估的基本原则和步骤，基于权益乘数、价值乘数等不同乘数对相对估值法加以阐释，同时介绍可比公司与标的公司之间的可比财务分析及乘数的相关应用；第十五章和第十六章则对资产基础法及实物期权估值法进行基本的介绍，比较其优点与不足，同时对延迟期权、扩展期权、放弃期权等不同种类期权加以区分并给出合理的估值方式。

在完成对上述三大基础模型的介绍后，本书的后半部分将着重分析投资价值评估中的一些专题性质内容的细节与难点，如经济附加值、交叉持股、员工股权期权及薪酬、无形资产、控制权及协同效益的价值估算，同时本书还将详细介绍私人公司的投资价值分析与评估，使读者在完成本书的学习后对于价值评估中各类情况的应对方法有一个较为全面的了解。

二、投资实践中的估值境界

本章中我们概述了估值的基本理念，并于本节第一部分内容中总结了全书的谋篇布局结构。但是掌握了这些内容，便能成为一个完全合格的价格投资者吗？答案是否定的。因为本书中虽讲述了各类观点和方法论内容，但其目的是帮助我们建立价值评估的基本逻辑思路，估值结果及投资决策仍然把握在投资者自己的手中。在正式讲述本书其他内容前，我们在这里介绍投资估值的三重境界，以帮助读者更好地认识何为价值投资。

（一）第一境界——静态估值

无论是初次接触估值，还是学习了大量估值方法而试图在股票市场中“一展身手”的投资者，其最初想法便是尽一切方法得到更加准确的股票估值结果，将此结果与现行股票市场价格进行对比，从而决定是否值得投资该公司。但是在后续的学习中，读者会逐渐认识到，无论是折现现金流估值法、相对估值法，还是实物期权法，其得到的估值结果都会因模型输入参数的微小差别而截然不同。一种使得估值结果相对准确的方法是采用不同模型，或邀请不同估值团队成员对结果进行交叉验证。

我们暂时忽略获取准确估值结果的困难，而仅仅考虑价格因素。显然，在静态估值的思想指导下，相比于估值结果而言，现行股价越便宜，就越具有投资价值。我们在此虚构甲、乙两公司，并假设甲、乙公司的现行股价(成本价格)均为 8 元，估值结果分别为 80 元、16 元(假设均为准确估值，且现行价格最终能够回归该内在价值)，那么许多投资者会认为投资甲公司这一决策即为最优解，因为投资甲公司可以得到 $\frac{80-8}{8} \times 100\% = 900\%$ 的投资回报率，乙公司只有 $\frac{16-8}{8} \times 100\% = 100\%$ ，这也正是为何第一境界被称为静态估值——投资者仅仅关注现行价格和估值价格(及其差额)。然而，纵使假设我们对甲、乙公司的估值是准确的，此投资决策也存在逻辑上的不足之处，我们将在下文具体阐述其缘由。

(二) 第二境界——动态估值

在项目评估中，当需要比较不同投资期限的项目时，人们眼中的万金油——净现值法便不再适用，一种可行的替代方法是转而比较项目的年金净流量。价值投资与此有异曲同工之妙，因为股票的估值结果只是进行投资决策考虑的一个因素，另一个因素则是现行股票价格需要多长时间才可以回归这一价值——这也是第一境界静态估值在投资决策逻辑层面存在的明显短板。因而在第二境界动态估值中，我们考虑了时间因素，其核心思想便是：关注长期投资中时间因素驱动的复利效应对单位时间内年化收益率的影响，并考察年化收益率与现行股价的敏感性关系。

我们继续以上文中的甲、乙公司为例，假设甲公司股价回归其内在价值需要 10 年，乙公司仅需要 3 年，两公司的股价及其收益率变化如表 1-1 所示。

表 1-1 甲、乙公司股价及其收益率变化表

甲公司(10 年后回归内在价值 80 元)			乙公司(3 年后回归内在价值 16 元)		
现行股价(元)	持有期收益率	年化收益率	现行股价(元)	持有期收益率	年化收益率
7	1 042.86%	27.58%	7	128.57%	31.73%
8	900.00%	25.89%	8	100.00%	25.99%
9	788.89%	24.42%	9	77.78%	21.14%
10	700.00%	23.11%	10	60.00%	16.96%
11	627.27%	21.95%	11	45.45%	13.30%
12	566.67%	20.89%	12	33.33%	10.06%
13	515.38%	19.93%	13	23.08%	7.17%
14	471.43%	19.04%	14	14.29%	4.55%
15	433.33%	18.22%	15	6.67%	2.17%
16	400.00%	17.46%	16	0.00%	0.00%
17	370.59%	16.75%	17	-5.88%	-2.00%

我们重点关注两公司的年化复利收益率，以现行股价(8 元)对两公司进行投资，并持有至其回归内在价值，二者的年化收益率基本相当，甚至乙公司的年化收益率(25.99%)更高。但是，这并不代表我们的投资决策由甲公司转为了乙公司，因为我们到此为止仅仅考虑了第二境界中复利效应对年化收益率的影响，而未考察现行股价变化给年化收益率带来的冲击。对于投资者而言，其往往担心自己的股票“买贵”，因此我们着重关注股票成本价格大于 8 元的情况。

假设甲公司股票买贵了一倍，意味着其年化收益从 25.89%下降到 17.46%；对于乙公司股票来说，如果买贵了 50%，意味着年化收益率会从 25.99%下降到 10.06%，如果买贵了一倍，意味

着收益率变为 0，血本无归。在投资实务中，投资者对未来内在价值评估的结果不可能是完全准确的，因此需要建立长期价值投资的理念，如果能选对公司，即使是在较高的价格下买入股票，也会拥有一个令人满意的投资结果。由以上案例我们可以分析得出，年化复利收益率对股票成本价格的敏感性随时间拉长而减小：时间越长，投资成本对年化收益率的影响越小；时间越短，投资成本对年化收益率的影响越大。

（三）第三境界——不估值

第三境界是不估值，即更多地从定性视角甄别稀缺优质公司，并对其进行投资。沃伦·巴菲特曾指出：“要想成功地进行投资，你不需要懂得什么贝塔值、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或者新兴市场，事实上，大家最好对这些东西一无所知。”而这一境界也是价值投资的最高境界，即完全回归投资的本质——投资者在投资一家公司后便自然地成为该公司的股东，应当以股东的视角享受股利分配的福利，判断管理层是否理性经营和决策，长期持有公司的股份，而不去过分关注股票的价格波动。

稀缺优质公司的甄别，可以从公司本身的业务或核心成员的角度出发，即按照物以稀为贵、人以殊为尊的原则进行判断。从业务角度来看，好公司大致可分为两类：一类是全球或特定国别范围内独一无二的公司，即做独门生意的公司；另一类是在某一行业一枝独秀的龙头公司，其综合实力远远高于第二名、第三名。而从核心成员的角度出发，投资人则更应关注企业家精神及其企业发展战略眼光，例如段永平早年投资网易时，正是基于对丁磊个人能力和互联网行业前景的深刻洞察，而非短期财务数据。如果跟踪研究这些优秀的创业者，并且有幸投资了他们创办的企业，这种超额回报的庞大一定不是靠估值方法论的定量分析能获得的。

最后，我们鼓励投资者在学习投资价值分析的基本知识后，逐渐体会、理解价值投资的这三重境界，并在投资中运用这一思想，超越传统的财务估值方法，从企业家精神和公司的业务创新能力、管理团队素质、可持续发展策略等方面探寻企业的根本价值和持久潜力，而不仅仅拘泥于定量的估值。

三、人工智能时代的投资分析工具

在 21 世纪的今天，人工智能(artificial intelligence, AI)技术的迅猛发展已经渗透到各行各业，投资分析领域也不例外。随着 AI 技术的不断进步，市场上出现了一种声音：AI 将会取代投资分析师。这种担忧并非空穴来风，因为 AI 在数据分析、模式识别、预测未来趋势等方面的能力确实令人瞩目。但是，AI 真能够完全取代分析师吗？为了探讨这个问题，我们需要了解 AI 在投资分析领域的应用现状，以及它与分析师之间的关系。

（一）AI 技术的能力与现状

AI 技术，尤其是机器学习和自然语言处理，已经为企业估值和投资分析提供了强大的技术支持。其优势不仅在于能够自动化处理和分析海量数据，更在于通过融合异构数据提示关键市场信号，识别潜在的趋势和模式，从而提供前所未有的数据洞察力。在企业估值领域，AI 通过高效的数据挖掘和分析算法，快速识别财务报告中的关键指标，评估企业的财务健康状况。同时，AI 还能够分析市场数据，识别出影响企业价值的外部因素，如经济环境变化、行业趋势及竞争对手的动态。

目前 AI 在金融界的应用十分广泛。例如，芝加哥大学布斯商学院的研究显示，大型语言模型 GPT-4 在预测公司未来收益变化方向方面已表现出超越人类专家的能力。GPT-4 通过“思维链”(Chain-of-Thought, CoT)提示技术，模拟人类分析师的思维过程，进行财务报表分析。它能够识别财务报表中关键项目的显著变化趋势，计算关键财务比率，并对其进行经济解释，最终预测未

来收益是增长还是下降。

(二) AI 对分析师职业的影响

尽管AI技术在数据分析和预测方面取得了显著进步,分析师在投资分析过程中的作用仍然不可或缺。分析师不仅拥有深厚的财务知识和丰富的行业经验,还能够理解和解释复杂的经济现象,进行高度个性化的判断。例如,在评估一家企业的未来增长潜力时,分析师能够综合考虑市场趋势、管理团队能力及行业特有的风险因素,这些复杂判断依然需要人类的综合直觉与经验支持。此外,分析师在沟通和解释估值过程及其结果方面发挥着关键作用。他们能够与企业管理层、投资者及其他利益相关者有效沟通,解释复杂的估值模型和假设,这种人际互动和沟通能力是AI所无法替代的。

事实上, AI 技术的发展对分析师职业的影响是双重的。一方面, AI 可以替代一些基础的分析工作,提升效率;另一方面, AI 的发展也要求分析师主动整合 AI 工具,将其视为辅助决策的利器,从而实现数据处理与战略判断的深度融合,即分析师需要从简单的数据报告工作中跃迁出来,向提供战略支撑和优化经营效率的更高层次发展。这就意味着部分基础分析师,特别是日常工作主要涉及数据录入、标准化报表生成及重复性分析任务的分析师,其职位可能面临被AI替代的风险。例如,初级财务分析师和预测模型的执行者,他们的任务通常较为程序化,而AI可以快速处理大量数据并生成分析报告,从而在一定程度上替代这些角色。同时,分析师需更注重与AI的协同效应,即利用AI所提供的实时数据洞察,同时结合自身对市场与企业特定情境的独到理解。这一协同模式不仅能弥补AI在灵活应变和复杂情境判断上的不足,还能促使分析师专注于高层次的战略分析与多维风险评估,形成“人机协同”的全新工作范式(Cao等, 2024)。^①

为了适应这一变革,分析师的教育和培训将变得更加重要。投资分析专业的教育课程需要不断更新,包括最新的数据分析技术、AI应用及其他相关技术的知识,以确保分析师能够满足未来市场的需求。通过不断学习和适应新技术,分析师可以利用这些技术提升工作效率,使得AI成为分析师的强大辅助工具,共同推动投资分析工作的进步。

本章小结

本章首先介绍了公司价值的多种表现形式,以及价值评估的具体含义。其次介绍了公司估值的基本理念,即应当具备主观性、能够随时变动、需关注市场有效性、需关注长期内在价值、重视估值的逻辑和过程的特点。再次,本章从公司投资者、产权交易者和公司管理者三个角度,对公司价值评估的作用进行了介绍。最后,本章概述了全书行文谋篇布局的基本框架,以及投资实务中估值的三重境界,并讨论了人工智能时代下分析师应如何更好地应用AI技术辅助估值。

课后问答

1. 什么是公司的价值评估?
2. 比较内在价值与市场价值的异同,说明为何二者常出现背离?
3. 为什么说公司估值是具有主观色彩的?
4. 请简述公司估值对于不同主体的意义。
5. 对比估值三重境界的核心差异,分析为何巴菲特推崇“不估值”境界却仍需财务分析基础?
6. 列举AI在估值中的优势与局限,并思考分析师应如何构建“人机协同”的工作模式?

^① Cao S, Jiang W, Wang J, et al. From man vs. machine to man+ machine: The art and AI of stock analyses[J]. Journal of Financial Economics, 2024.

第二章

价值评估模型概述

本章任务清单

任务序号	任务内容
1	掌握折现现金流估值法的原理和所需数据
2	了解折现现金流估值法的适用性和局限性
3	掌握相对估值法的原理和乘数类型
4	了解相对估值法的适用性和局限性
5	掌握实物期权估值法的原理
6	了解实物期权估值法的适用性和局限性

在实际估值中，由于现实的复杂性，我们往往会面临许多不同的估值场景。以往的研究者为此设计了多种估值模型。一般来说，对公司进行价值评估有三种方法。第一种是折现现金流估值法，即将公司的现值与公司未来可能创造的现金流的现值相联系；第二种是相对估值法，即通过观察与收入、现金流、账面价值或营业收入等通用变量相关的可比资产的定价来对资产进行估值；第三种是实物期权估值法，即使用期权定价模型来评估带有期权特征的资产的价值。使用不同的估值方法结果也不尽相同，本章将对三种方法进行简单的介绍，并说明每种方法的适用性与局限性。

第一节 折现现金流(DCF)估值法

1937年，约翰·伯尔·威廉姆斯在其导师约瑟夫·熊彼特的指导下完成博士论文，首次提出折现现金流(discounted cash flow, DCF)估值法。次年，该论文正式出版，定名为《投资价值理论》^①。在DCF估值法中，资产的价值等于未来每一期现金流以能够反映相关风险的折现率进行折现后的加总。DCF估值法拥有扎实的理论基础。本节将先阐述DCF估值法的基础，再探讨前期估计数据录入的具体内容。

一、方法概述

在投资领域，我们购买大多数资产的目的，是希望它们在未来能为我们带来现金流量。一项资产的价值并非基于个人的主观臆断，而是取决于该资产期望获得现金流的方程。简单来说，与现金流较低且波动较大的资产相比，具有较高且可预测现金流的资产往往有着更高的价值。在

^① J. B. Williams. The Theory of Investment Value[M]. Cambridge: Harvard University Press, 1938.

DCF 估值法中, 我们把一项资产期望得到的未来现金流的现值作为此项资产的价值:

$$V_A = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n} \quad (2-1)$$

式(2-1)中, V_A 是资产价值, $E(CF_n)$ 表示第 n 年的期望现金流; r 代表估计现金流风险的折现率。

不同资产产生的现金流不同, 如股利、债券利息和债券面值及公司税后现金流的计算方式均有所不同。折现率与期望现金流所承载的风险密切相关, 本质上是风险的函数。在投资领域的理论与实践, 风险较高的公司, 其面临的不确定性更强, 投资者要求的风险补偿也更高, 反映在折现率上, 通常表现为数值较高; 反之, 情况则相反。

使用DCF估值法估值的原因在于, 我们认为每一项资产都有其内在价值, 并且能够通过这项资产的基本信息予以估计。但这一估值方法中隐含的一大假设是行业或市场中可能存在各类错误, 不过随着时间的推移, 市场能够纠正它们的定价错误, 使得其价格在长期中回归内在价值, 而纠错这一行为正是使市场趋于有效的手段。市场的自我纠错特性并非仅仅是估值理论中的假设, 在实际市场运行中也得到了验证。从投资者行为角度来看, 随着时间推移, 投资者会逐渐获取更多关于股票的信息, 其决策行为也会逐步趋于理性。在“高估卖出、低估买入”这一市场供需机制的作用下, 股票价格最终会向其内在价值靠拢。

二、折现现金流估值模型下所需数据

利用 DCF 模型为任何资产进行估值都需要三个关键输入数据——与风险相匹配的折现率、期望现金流的数额和持续时间、反映公司成长性的预期增长率。以下对这三个关键指标予以简单阐释。

(一) 折现率

在估值中, 现金流的折现率与风险相匹配是一个基本观念, 具有较高风险的现金流应该具有较高的折现率。对风险的看法有两种。

第一种看法认为, 风险是指某家公司违背一项支付承诺的可能性, 也被叫作违约风险。这项支付可能是到期的利息或本金等, 对于债务来说, 债务成本就是反映违约风险的利率。因为利息成本是可以抵税的, 因此大多数公司的税后债务成本都会比税前有所降低。

第二种看法认为, 风险是实际回报与期望回报之间的偏差。一项风险投资所得到的实际回报可能会与期望回报有较大差异, 且偏差越大, 风险也就越大。在考察股东权益的时候, 我们倾向于使用回报偏差来衡量风险。

在 DCF 模型的实际应用中, 对风险的考量需要遵循特定原则。第一, 风险认定与分散投资原则: 投资风险的评估应以边际投资人(即随时可能进行交易的投资人)为视角, 通常假定边际投资人能通过分散投资降低非系统风险。因此, 决定折现率的关键风险因素是不可分散风险, 即市场风险。第二, 期望回报构成原则: 任何投资的期望回报由两部分组成, 一是无风险资产的期望回报, 二是为补偿市场风险而设定的风险溢价, 二者之和构成股权资本成本。

加权平均资本成本可以通过股权资本成本及基于违约风险的税后债务资本成本按比例加权得到。在计算持续经营公司所使用的权数时, 有些分析人员错误地使用了债务和股票的账面价值, 这就违背了估值中折现率与风险相匹配的原则。因为账面价值仅反映历史成本, 而市场价值在本质上则直接反映了市场投资者对现有风险的定价。因此, 在计算加权平均资本成本时, 通常使用市场价值计算权数。

(二) 期望现金流

严格意义上, 一个股权投资人从上市公司那里得到的现金流是股利, 而使用股利作为现金流

的模型则被叫作股利折现模型(DDM)。更广义的股东权益现金流(股权自由现金流, FCFE)是指公司在满足所有非股权投资人的需求(包括偿还债务本金、支付利息及优先股股利)后, 仍能保持现金流持续增长所需的再投资之外的剩余现金流。基于FCFE的估值模型称为FCFE折现模型。

企业的现金流(企业自由现金流, FCFF)是对所有权利要求人而言的累积现金流。计算这个现金流有两种方法: 一种方法是将股权现金流和向债权人及优先股股东支付的现金流相加; 第二种方法是在税后营业利润的基础上减掉持续增长所需的再投资需求, 以估计负债和优先股利支付前的现金流。第二种计算方法比第一种方法更简便, 使用 FCFF 的估值模型则被称为 FCFF 折现模型。

(三) 预期增长率

分析人员在估计现金流期望成长状况时面临的最直接的问题就是如何处理不确定性的问题。估计预期增长率有三种常用的方法。第一种是考察该公司的过去, 使用该公司的历史增长率。这种方法的缺点在于, 过去的成长只能说明公司既往的经营状况, 而对未来成长可能没有太多预示作用。第二种方法是从更容易得到的信息来源中做出对预期增长率的估计。一些分析人员可能会使用公司管理层所提供的预测信息, 而另一些则会参考专业分析师对该公司的一致预测。然而, 正如我们在第一章所提到的, 这些信息来源所带有的偏见可能会给估值带来一定问题。第三种做法, 也是本书提倡的做法, 即将预期增长率和被估值对象的再投资率(即进行新的投资所占税后营业利润的比例)及投资回报率(衡量投资效果如何)这两个指标关联, 进而估算相应的预期增长率。在 FCFE 折现模型中, 预期增长率等于留存收益率(净利润中未分配部分的比例)与这部分资金再投资回报率的乘积; 在 FCFF 折现模型中, 预期增长率则是再投资率与投入资本回报率的乘积。使用这种做法的优点是确保所得到的估值存在内在一致性, 并要求具有高成长率的公司用更多的投资来支撑其成长。

三、折现现金流估值法的适用性和局限性

DCF 估值法是在理论上唯一可以正确衡量公司内在价值的方法, 因为该方法从公司的基本特征和业务情况入手, 基于资产的基本面进行估值, 使得结果相对较少地受到市场情绪的影响。进行良好的折现现金流估值需要分析人员详尽地了解他们的估值公司, 并对公司现金流和风险的持久性等提出探索性的问题。因此, 使用 DCF 估值法有利于对公司进行深入分析, 并得到一些适用于其他类似公司的经验和教训。

尽管如此, 现实中使用 DCF 估值法的效果并不理想, 这主要源于以下几方面的预测。DCF 估值法存在一个本质性局限: 其估值逻辑完全基于企业基本面要素(如现金流、增长率等), 而完全剥离了市场定价中的情绪因素。这种纯粹基本面导向的估值框架, 在当市场出现非理性定价(如估值泡沫或过度悲观)时, 模型估值与市场实际价格产生系统性偏离。其次, 分析人员的专业能力不足也可能导致使用 DCF 估值法得到与内在价值毫无关系的估值。使用 DCF 模型估计一家公司的价值往往需要大量信息支撑, 包括对现金流的增长率和折现率的准确估计, 这对分析人员的专业素养提出了较高要求。最后, 当市场估值持续偏离基本面时, 该模型会得出整个行业或市场被高估的结论。这对必须参与市场的投资组合经理和分析师造成实质性困扰——他们既需要遵循估值逻辑, 又不得不面对失真的市场价格。

第二节 相对估值法

虽然 DCF 估值法是课堂教学和学术讨论的重点, 也被本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特师徒

等内在价值投资者广泛讨论，但是彼得·林奇却很少提及内在价值这一概念，他更喜欢用市盈率来衡量股票估值，并开创了相对估值法。现实中，大多数资产都是以相对估值为基础的，在相对估值法中，我们以相似资产的市场价值来对一项资产进行估值。当我们要决定购买一套房子时，我们会考察邻居中类似的房子的售价，而不是靠估计其内在价值来决定愿意为其支付的价格。将这一理论延伸到股票中，投资人通常会将一只股票的价格与其他类似的股票进行比较，这些股票通常是在同一类别中，据此再决定这只股票的价格是否便宜。下面，我们将简单介绍相对估值法及其优缺点。

知识链接：大师投资理念——格雷厄姆、费雪、巴菲特和林奇

提到价值投资，人们脑海中的第一人往往是沃伦·巴菲特，巴菲特曾说过：“我的投资哲学 85% 来自格雷厄姆，15% 来自费雪。”虽然这一比例划分未必精确，但其反映了巴菲特的投资理念是在格雷厄姆与费雪投资理念的基础上，加入自己的实践理解而得到的。广泛吸收古今圣贤的思想并化为己用，往往可以为我们的成功之路指明方向，因而此处将分别介绍 4 位价值投资大师，即格雷厄姆、费雪、巴菲特和林奇的投资理念。

本杰明·格雷厄姆被誉为价值投资之父，他的投资理念主要体现在其著作《聪明的投资者》中。格雷厄姆认为市场短期内是投票机，长期内是称重机，强调投资者应当寻找那些市场价格远低于其内在价值的股票，即“烟蒂股”。格雷厄姆认为，投资者应该关注公司的基本面，如盈利、现金流、负债等，以及公司的估值。投资者可以通过分析公司的财务报表、了解公司的经营状况和行业地位，来判断其价值。此外，他倡导分散投资以降低风险，并重视财务分析，特别是对公司资产负债表的深入研究。

菲利普·费雪是一位著名的成长股投资者，他的投资哲学与格雷厄姆的价值投资有所不同。费雪在其著作《怎样选择成长股》中提出了一系列选择成长股的标准，包括公司是否拥有称职的管理团队、产品是否具有市场潜力及公司是否具有长期的成长性等。他倾向于集中投资于少数几家他深入了解并认为具有长期竞争优势的公司，并且持有这些股票多年，以实现复利效应。

沃伦·巴菲特是格雷厄姆的学生，也是其投资理念的杰出代表。巴菲特在格雷厄姆的价值投资理念与费雪的成长股投资理念的基础上，形成了自己独特的投资风格，即强调不仅寻找价格低于价值的股票(例如：在 2008 年国际金融危机期间，巴菲特购买了高盛和 Bank of America 的股票)，还寻找那些具有持续竞争优势的公司(例如：巴菲特看好可口可乐的品牌力量和全球市场地位，自 1988 年长期投资并持有其股票)，并称之为拥有“护城河”的企业。巴菲特倾向于集中投资，并以合理的价格买入这些公司的股票，然后长期持有。他的投资决策基于对公司基本面的深入分析，而不是市场的短期波动。

彼得·林奇作为麦哲伦基金的前任经理，以其“投资你所了解的”理念而闻名。林奇鼓励投资者从自己的日常生活中发现投资机会，比如通过观察哪些产品或服务在超市中畅销，或者哪些餐厅总是顾客盈门。林奇认为，通过这种“自下而上”的方法，业余投资者能够发现那些被市场忽视的潜力股。林奇还强调了成长性在投资决策中的重要性，他推广了 PEG 比率这一概念，投资者可以在考虑到公司的成长潜力的情形下，评估股票价格是否合理。此外，林奇倡导投资者秉持一种长期投资的心态，建议投资者像企业家一样思考，寻找那些具有持续竞争优势、良好管理和清晰商业模式的公司。林奇的投资理念还包括对风险的谨慎管理，他建议投资者构建一个多元化的投资组合，以分散风险，并避免将所有的资金投入到单一的股票或行业。

一、方法概述

在相对估值法中，资产的价值衍生于可比较的资产的市场价格，并能用一个共同变量标准化估值。相对估值法有两个关键要点。其一是可比资产的选取。从估值的角度来看，可比资产通常

具有相似的现金流、风险或成长潜力，在实际应用中，它们往往被视为与被估值公司处于同一行业或其他公司。其二则是标准化估值比率，即乘数的选择。将市场价格或企业价值除以某个与价值相关的基本面指标(如盈利、账面价值或收入)，得到特定乘数比率(如市盈率、市净率、市销率)，基于这些比率，在进行估值时，我们可在公司间进行标准化比较。

相对估值法最简单、最直接的应用就是对实物资产进行估值。在实物资产领域，我们可以很容易地找到相类似甚至完全相同的资产。但在股权估值中，相对估值法面临两大复杂因素。第一，可比资产定义的泛化。由于股票缺乏完全相同甚至高度相似的标的，实践中需扩展“可比”定义，将与被估值资产存在差异的公司(如跨行业公司)纳入范围。第二，乘数选择的多解性。使用不同乘数(如市盈率与市净率)对同一公司进行标准化估值时，可能得出差异化结果，需通过逻辑验证或加权处理来化解矛盾。

在 DCF 模型中，目标是评估资产的内在价值，本质上是一种理论上的估值(valuation)过程，即通过预测未来现金流并加以贴现，试图还原其真实价值，尽管这一估值高度依赖于模型参数设定的合理性。而相对估值法则不关心内在价值的高低，其本质是一种“定价”(pricing)，该方法依赖于市场中类似资产当前的交易价格，将市场的共识定价作为标尺来对目标资产进行定价(如通过行业回归法计算得到目标公司的“合理”市盈率)。因此，相对估值法并不是对目标资产内在价值的追求，而是基于市场当前状态下的一种横向定价机制。它所生成的价格，体现的是市场共识下的“当前合理价位”，而非长期价值判断。这一点构成其与 DCF 估值法在理论立场上的根本区别。

二、相对估值法乘数的决定因素

在上一部分的结尾，我们提到了通过行业回归法得到市盈率计算式，由此便可计算待估值公司的“合理”市盈率，与市场上此公司乘数的“实际”数值相比较，便可判断该公司是否被低估。细心的读者难免会提出一个问题：回归中的解释变量该如何选择？本部分内容将回答这一问题。

选择解释变量的基本方法是识别决定被解释变量的关键因素，对于标准化的价格，即乘数而言，一个最朴素的思路便是将其分子、分母进行分解化简，以把握其实质内容。以市盈率为例，采用折现现金流法对分子 P_0 进行计算，其基本的分解形式如式(2-2)所示：

$$PE = P_0 / EPS_0 = \frac{DPS_0 \times (1+g) / (r-g)}{EPS_0} = \frac{d \times (1+g)}{r-g} \quad (2-2)$$

其中，市盈率分子的计算采用了戈登增长模型，即基于未来以恒定速率增长的一系列股利来确定股票的内在价值， DPS_0 是本年度发放的股利， g 是预期的稳定增长率， r 是股权资本成本， d 是股利支付率。因此，市盈率取决于期望增长率、风险和股利支付率，我们在使用行业回归法时便可以选择每股盈利的期望增长率、股票标准差(作为风险的测度)和股利支付率作为解释变量。此外，若某一变量在可比公司之间相差不大或完全一致，则可以忽略这一变量，选择其余差异较大的变量进行回归。

回顾一下式(2-1)中对内在价值的计算，假设未来的股利现金流亦以某一恒定的速率永续增长，则该股票的内在价值为

$$\begin{aligned} V_A &= \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} + \dots \\ &= \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E(CF_0) \times (1+g)^i}{(1+r)^i} \\ &= \frac{E(CF_0) \times (1+g)}{r-g} \end{aligned} \quad (2-3)$$

若式(2-3)中的 $E(CF_0)$ 为本年度发放的股利 DPS_0 ，则可以看出无论是折现现金流估值法还是相对估值法，它们所做的都是同一件事情，区别仅仅是是否进行标准化处理。因而相对估值法中，乘数背后决定因素的确定方法和折现现金流法完全一致。

需提醒读者的是，此处分析的核心要点是理解各个乘数背后的决定因素，以及折现现金流估值法和相对估值法本质上都是“为资产建立估值或定价依据”这一事实，而不是让读者重新回到折现现金流法的计算中。理解这些因素对于相对估值的结论至关重要，例如某行业的市盈率均值为10，而待估值公司的市盈率为20——我们不可武断地得出该公司估值偏高的结论，而应回到市盈率的决定因素上，从期望增长率、风险和股利支付率三方面对该公司进行重新审视。若目标公司具有远高于行业平均的增长前景或较低的资本风险，其较高的市盈率可能是市场对其前景合理定价的结果。换言之，乘数本身并不具有定价判断力，必须结合其背后的经济解释进行理解和使用——这也体现了相对估值虽为“定价”方法，但并不意味着可以忽视价值决定的基本逻辑。

三、相对估值法的适用性和局限性

相对估值法最具吸引力之处在于其简洁性和数据可得性。利用对应的乘数可以迅速地得到公司及其资产的价值，当金融市场上有大批可比公司时，乘数法尤其适用。此外，相对估值法还有以下好处。第一，市场情绪捕捉能力。相对估值法可以很好地反映当下的投资者市场情绪和心理预期，即使当前的市场定价与内在价值差别较大，因而该方法能够较准确地为当下时点的股票定价。比如在IPO股票定价阶段，采用DCF估值法估算的内在价值很可能与当前的市场价格相差过大，导致定价出现偏差，因此可以寻找待上市板块内的市盈率均值作为参考标准，通过相对估值法进行合理的发行价确定。第二，相对价值挖掘功能。相对估值法尤其适合分析师和投资组合经理在整体高估的市场中寻找相对低估的资产。例如，基于行业回归计算的市盈率(P/E)可帮助识别行业内相对低估的股票；即使整个行业被高估，只要目标股票跌幅小于可比公司，其相对表现仍可被视为优异。

相对估值法虽使用便捷，却易被误用或操纵，尤其在可比公司选择环节。现实中不存在成长性与风险完全一致的公司，“可比公司”本身具有主观性——分析师可能通过筛选特定可比公司来佐证其预设立场。虽然DCF估值法同样存在假设偏见，但分析师至少需要明确披露估值假设；而乘法法的假设往往被隐性化，加剧了操纵风险。

相对估值法的核心矛盾如下。其优势(依赖市场比较)恰恰也是其缺陷。例如，当发现某公司市盈率(15倍)低于行业平均(25倍)时，若整个行业本身被高估，长期持有仍可能导致亏损。相对估值法仅能判断股票相对于比较组的便宜程度，而无法做出绝对价值判断，因此更适用于短期价格锚定(如IPO发行价设定)和绩效相对比较(如对冲基金的行业中性策略)。但需注意，相对估值法的估值结论高度依赖可比公司的选择质量及市场整体的共识，以及对目标公司乘数背后驱动因素的深刻理解。因此使用此方法也应谨慎。

第三节 实物期权估值法

近年来，分析师越来越多地倾向于使用期权定价模型，并开发用于估值的上市交易期权以对资产、公司及其股东权益进行估值。下面，简单介绍实物期权估值法及其优缺点。

一、方法概述

期权(option)是一种选择权，它以合约的方式赋予了期权持有人在某一特定日期或者该日期之前以固定价格购进或售出一种资产的权利。期权主要可分为买入期权(call option)和卖出期权(put

option)，买入期权是指标的资产的价格高于其预定价值时买入，而卖出期权则是指标的资产价格低于预定价值时卖出。最近几十年来，大量学者在开发期权定价模型方面做了很多工作，这些期权定价模型可以用来对任何具有期权特征的资产估值。

一项期权通常是标的资产的当前价值及其变动、执行期权的交割价格和到期日、无风险利率的函数。该模型最初是由 Black 和 Scholes(1972)创立的，随后被拓展并提炼出几种变化形式。虽然布莱克-斯科尔斯(Black-Scholes)期权定价模型忽略了股利，并假设期权不会被提前行权，但我们可以通过修正使之具有这两方面的功能。目前，离散时间变量、二项式期权定价模型等也被开发出来以用作期权定价。

如果其回报是标的资产价值的函数，则资产可以作为买入期权来估值；如果其价值超过特定水平，则资产的价值就等于其差价；如果没有超过，则期权就没有价值。如果标的资产的价值低于特定水平，则资产可以作为卖出期权来估值；如果其价值超出某特定水平，则无价。很多资产总体上来说并不被当作期权，但仍然具有某些期权的特点。专利可以作为针对某个产品的买入期权来加以分析，且该项目需要提供的投资为其交割价格，专利的年限是其期权的期限。如果石油的价格或黄金的价格持续上涨，则未开发的油田和金矿将会为其所有者对油田或金矿的开发提供买入期权。

实物期权的本质在于，DCF 估值法低估了带有期权特征的资产的价值。之所以发生这种低估，是因为 DCF 估值法以一系列期望现金流为基础进行估值，并没有充分考虑公司部分资产在未来所具备的选择权可能带来的超额回报。例如，石油公司可以通过观察每年油价的变动来调整其新油田的开发和现存油田的生产，而不是仅仅执行一个固定的生产计划。因此，DCF 估值法下的油田价格应该加上一个期权溢价，以体现其期权的性质。

二、实物期权估值法的适用性和局限性

实物期权估值法有以下优势：第一，有些资产不能以传统方法进行估值，因为其所有的价值几乎来自自身的期权特点。例如，一家生物技术公司拥有唯一一项很有前景的抗癌药的专利权，且该专利权正准备通过药品监督管理局的许可，那么对该公司使用 DCF 估值法或相对估值法进行估值就会产生偏误，但我们可以将该专利权作为期权来估值。同样的情况还发生在有很多负债的亏损公司之中，对于大多数购买这类股票的投资者来说，其购买原因与购买深度价外期权的原因相同。第二，在学习和灵活性能够带来显著收益的情况下，期权定价模型能够形成对资产价值更为真实的估计。使用 DCF 估值法将会低估一家自然资源公司的价值，因为该估值法将已探明的自然资源的价值作为得出估值结论的关键因素，而实物期权估值法则考虑了公司资产在未来可能带来超额回报的可能性。第三，实物期权估值法强调了非常重要的风险因素。在 DCF 估值法和相对估值法中，风险往往被看成负面的因素，这两种估值法认为，风险的提高将会带来价值的减少。但与这种观念相反的是，期权的价值随着波动性的增大而增加，因此，在实物期权估值法中，风险的正面作用得到了体现。

然而，实物期权估值模型存在一定的局限性。从实物期权的视角来看，在 DCF 估值法的基础上增加期权溢价是基于特定前提的，即此类期权通常具有排他性。如果竞争者同样拥有该期权，那么在公司估值中加入期权溢价可能并不合理。此外，在评估不可交易资产的长期期权时，期权定价模型的适用性也受到限制。当标的资产无法交易时，金融市场无法提供相关的价值和波动性数据，只能对这些参数进行估计，因此，最终估值结果往往存在较大的误差。

本章小结

本章简要概述了投资价值分析评估中最常见的三种方法，即折现现金流估值法、相对估值法

和实物期权估值法的具体思想和基本内容，并介绍了每种方法的适用性和局限性。在投资价值分析评估的实际操作中，分析师或投资者应该根据具体的场景特征选择不同的模型进行应用，以确保估值过程的逻辑严密性和结果的相对准确性。

课后问答

1. 请简述 DCF 估值法的原理与过程。
2. 在运用 DCF 估值法估值的过程中，需要哪些数据，有何假设？
3. 请阐述 DCF 估值法、相对估值法与实物期权估值法有何异同？
4. 请简述三种估值方法的优势与局限性。