

价值的评估手段（上）|长线•大鱼第 18 期

任何资产（包括股票、债券、企业本身或者任何其他形式）的价值都是资产寿命期内，在合理预期下可产生的未来现金流（包括现金流入和现金流出）以适当折现率折现后的一个函数。

债券的价值是最容易估算的。标准的债券都有指定的利率和到期日，两者的组合定义了预期的现金流和适当的折现率。普通股票没有固定的股息，而且没有期限，因此要对其进行估值，分析师必须对现金流和折现率两个因素都进行估计。另外一个重要的不同是一些定性的因素，如管理层的廉洁程度和能力，对普通股票的价值有直接影响，但对债券价值的影响是有限的。

在选择投资对象时，价值投资者会选择那些被价值分析师认为是最便宜的。价值分析师在估值时会全面考虑所有的业务因素，包括财务状况、业务的相对增长和营收的稳定性。价值估算一经完成，就不会再对这些因素进行任何额外的考虑。

寻找理想的投资前景，只需要评估最有可能成为价值竞赛赢家的那一组公司，这些公司最能够从富家的资本投入中获取相对于资本成本的高额回报率。与此同时，应避免投资那些依赖额外资本投入，相对于资本成本只能产生负回报率的公司。前一组公司的数量远远少于后者。

将估值公式应用于这组公司是困难的，而且还有犯错误的风险。为减小风险，价值投资依赖一个关键的纪律性约束：**安全边际**。其要求是，永远不要买入价格和估值近似或更高的投资。如果投资者犯错，就会遭受损失，但如果投资者坚持以远低于估值的价格进行投资，即便投资最后被证明是错的，投资者也可以减少损失，甚至有可能避免遭受损失。

虽然所有的投资者都同意内含价值是资产给其所有者带来的现金收入的现值，但大家对评估未来现金流和相关折现率所涉及的因素有很大分歧。关于现金流的争议，在于哪些数据能可靠地反应其价值。现金流是关于未来的图景，而要预测未来，唯一的手段是要先理解过去。

那么众多的历史指标中哪些对评估企业未来的表现是最重要的呢？候选因素中包括**过去的现金流本身、最近的营收记录以及现有的资产和负债水平**。即便在著名的价值投资者中，对那些对估值最有价值的指标的强调程度也不一样，但所有人都认为，按照重要程度排序，以下方面是分析师需要注意的：**资产负债表、利润表和现金流量表**。

资产负债表：运营中的资产

纯粹的价值投资开始于对资产负债表的分析。资产负债表列出了公司的资产和负债，并核算出二者的差，即公司的账面价值。三个主要指标可以从中进一步得出：净资产价值、清算价值和再生产成本。在一些领域，我们所处经济环境的发展已经超出了现在的会计制度所能反映的情况，以至于很大一块有价值的无形资产不能统计在资产负债表的资产一列中。这样的例子包括知识产权（版权、专利和商标）以及人力资本（训练有素的员工队伍、技术诀窍和专业技能）。

无论如何，价值投资要求对资产负债表进行分析。最保守的价值投资策略是只看流动资产减去所有负债，然后估计公司的价值，格雷厄姆把这称作著名的净—净运营资本。然而这种方法有些不太实用，因为今天仅有很少企业的流动资产是大于所有负债的。

尽管如此，格雷厄姆和价值投资的一个基本观念还是有效的：关注流动资产的一个原因是数

据的可靠性。流动资产是所有财务数据中最可靠的。估值数据会在下述情况下变得越来越不可靠：(a) 在资产负债表中，沿现金往下，到长期流动资产再到长期资产；(b) 在利润表中自上而下；(c) 现金流量表。

对估值来说，资产负债表数据争辩的不如以前那样可靠，其中的原因是表中的项目变得越来越和公司或者行业自身的特殊性有关。

- 任何公司都可以使用现金，所以持有现金的价值无论对谁都是一样的。
- 应收账款通常来说由销售方来催收更为容易，但是应收账款可以转让或者卖掉，而卖家可以得到原来销售方的大部分收入(在纺织品行业中常见的保付代理业务就是这种方式的一个例子)。
- 一家公司的库存支队同业或类似行业的销售商或制造商有用。
- 物业、工厂和装备即便对同业者来说，也都是很难兼容的，其流动性可能很差。
- 商誉完全是针对特定企业的(其他无形资产，如上表、专利和版权一般来说不出现在资产负债表中)。

● 不同的估值方法

1、清算价值法

清算价值是指如果公司变卖所有资产，并偿还所有负债后剩余的净余额。估算公司的清算价值时，大部分资产的价格会被低估，而负债的价值维持面值。现金和证券会以面值价格计算。应收账款只需较小的减计(一般是 15%-25%)，库存减计的幅度会很大(可能是 50%-75%)，固定资产的减计幅度至少和库存一样。商誉价值基本会被全部忽略，大部分的无形资产和已付费用也会做类似处理。

清算后剩下的就是股东们可以分到的。这种估值方法适用于那些正被解散的公司，它不考虑资源综合配置带来的价值增加，因此该方法在对持续经营的企业估值上的作用有限。

对持续经营的企业，存在三种估值方法。

2、净—净运营资本法

格雷厄姆所用是最严格的，只考虑流动资本，并把所有负债从中扣除。如果所要投资的对象同意以低于该数额的价格出卖，则投资人可以获得一个非常可观的完全边际，但这种情况在今天可能比长牙的母鸡还要难找。

3、账面价值法

另外一种方法是采用账面价值，纯粹而简单。也就是说，如果能够以等于或者低于其总资产与总负债之间差额的价格(或者是经换算后的股票价格)买入一家公司，那么投资者仍可能得到一个让人满意的安全边际。尽管这样的机会在当代的美国确实存在，但却不多见。

4、重置成本法

对公布的数字，价值投资者也倾向于持怀疑态度，这也就解释了为什么要有第三种估值方法，这种方法被称为重置成本法。

在关于资产负债表的重置成本法估值中，基本的概念是，要对一个持续经营的企业进行估值，

可以考虑如果以目前成本，完全新建一个类似企业需要多大的成本，也就是重置价值。投资对象拥有的其他资源和背负的债务要另行评估，并相互冲抵。现金、证券、应收账款和库存可以面值计算，已付费用也可以做类似处理。

对应收款应通过坏账备抵的方式保留足够的储蓄金；同时，库存既不能被高估（例如，应考虑产品的有效期，过期产品不能再销售，因此没有价值），也不能被低估（例如，因为通货膨胀，库存产品的实际售价相对于已经入账的成本可能会更高）。为确保数据准确，进行适当的调查是有必要的。

固定资产的价值应参照账面上的历史价格（折旧后的净价格），根据目前的市场状况进行调整。会计商誉仍然作为一类基本不对价值产生贡献的资产。

● 隐藏资产的估值方法

除了那些出现在一家持续经营的企业资产负债表上的资产外，在通用会计准则下，还有很多有价值资源是不出现在表上的，这些被称为隐藏资产，其中包括品牌形象、产品质量、工艺诀窍、员工培训和特殊的生产和配送安排。

例如，如果一家新企业想要复制现有的企业，也许需要对研发进行投入。这个费用的确切数额是难以估计的。一个比较合乎逻辑的算法是，估计一下研发出来的产品的大概寿命，然后再乘以目标企业平均的年研发投入，例如，对专利药物来说，产品的专利保护器一般是 17 年，所以如果只要企业每年花费年收入的 5% 用于研发专利产品，则研发费用在估值中要占目前收入的 85% 左右。

类似的做法可以用来估计客户关系的价值。客户关系需要花费时间和资源去建立，其价值可通过将目标企业的年销售和管理支出乘以一个因子来计算——一般来说得出的值会相当于 1-3 年的费用。其他的无形资产也可以另行计算，如政府牌照、特许权协议和其他根据标准会计准则没有出现在资产负债表上的珍贵资源。

在以重置成本法对一持续经营企业进行估值时，企业的负债会以面值从估值中减除。然而，对某些类型的义务，如延迟税款或意外开支，需要分析师的主观判断。新建一家企业可能并不需要承担这些义务，如果确实如此，则这些负担可以被免除。然而，企业的债务应该从价值中减除，减除的数量应该是其账面余额或其市场价值二者之间的较高者。

资产负债表分析包含对负债水平的分析，以及确定是否所有的负债都已被恰当地入账。更加审慎的分析还包括检查随时间推移出现的账面折旧以及资本再投资水平，其中前者是后者的近似。因为这只是一种近似，所以我们必须通过测算才能明确实际需要的再投资是应多于还是少于账面的折旧费用。

资产负债表分析得出的数字是估值的基础。一家公司的价值至少等于其总资产减去总负债的净额。该公司是否还值得更多，取决于其利用竞争优势、发挥资产的杠杆作用、为竞争对手构建进入市场的壁垒、从而将他们排除在外的能力。

利润表的价值：盈余的作用

企业能否成功地利用资产杠杆反映在其利润表中。利润表中报告了企业营收和费用的差额，从而提供了有关企业表现的一个重要衡量手段。利润表并不提供关于现金流的情况，因为在通用会计准则下，会计报告使用的是应计法而不是现金法。

在应计会计制度下，经济活动的记录是根据收入和费用之间的关系，而不是现金流入和流出的时间。这并不是会计传统本身的特性，而是会计制度目标的反映，这个目标就是对业务事件的度量和匹配应能反映经济的实况。那些捕捉了非现金成本的应急条目反映出未来的现金消耗。

● 基于现时盈余的估值方法

纯粹的价值投资者（格雷厄姆和多德）相信（经以下所述方式调整过的）现时盈余是反映一家公司长期可持续现金流最可靠的指标。更进一步地，纯粹的价值投资者相信，使用现时盈余作为估值手段最可靠的做法是，假设盈余在将来会是一个等于目前水平的常数，而不是按照预计增长。

这里的计算很简单。基于目前盈余水平的估值等于现时盈余除以公司目前的资本成本（也就是 $V=E/k$ ）。这一做法的优点是简单可靠：两个数据都是已知的或者可以被可靠地估计出来。盈余是已知的，资本成本是公司的债务和股权成本的加权平均。

除了要估计股权资本的成本外，基于盈余的估值还要依靠一些对会计报表的判断，以确定当前的盈余数字是真实可靠地。这样做可能会导致对报告的数据进行一些修正，以使现实盈余数据能够对公司长期可持续的现金流提供最准确的估计。

需要对现时盈余做出调整的一个理由是由于一次性费用引起的失真。有时公司会把影响可能会持续几年的坏消息作为一次性的损失入账，从而将其结果当做一个不会再现的插曲。要对这种情况进行修正需要将“一次性”的费用重新摊销到多个时段，并对当前年度的盈余进行相应调整。

需要对现时盈余做出调整的其他原因还包括按会计原则分配的非现金费用，如折旧费用和摊销。计入这些费用是为了近似计算一家公司的资本资产离其寿命期结束还有多远，而这些资产寿命耗尽后也必须重置。重置这些资产时需要重新投资的数额往往会超出会计报表中给出的数量。

如果当年的表现因为重大经济原因与常年相差太大，也可对现时盈余进行调整；如果目前的年份对公司来说是处于一个周期的下降沿，可以根据前几年的盈余水平将现时盈余向上修正；如果是处于公司本身或者整个行业的扩张期，则应向相反的方向调整。

● 避免采纳预计财务数据

价值投资应避免采纳那些预计财务数据，这些数字反映的是公司在各种假设之下的表现，而不是真实财务报表所呈现的。虽然这些数据在某些情况下可能有用，比如如果能提早几年完成一笔刚刚完成的收购，公司的情况是不是会更好，但在其他情况下，它们并不能提供有用信息。这些虚拟的数据是财务报告中最不可靠的，不能产生准确的估值。

对价值投资者来说，同样可疑的是基于现时或历史盈余外推得出的未来盈余的预期。与成长性投资策略的极端支持者不同，价值投资者将经过上述方法调整过的现时盈余作为对未来可持续发展的现金流的估计。拒绝采纳预期的和不可知的盈余增长的原因在于，如果没有持续有效的竞争优势或为竞争对手设置进入壁垒的能力，增长也就没有太多的价值可言。

如果新的企业能进入某一企业从事的行业，并具备同等竞争力，其结果是该企业的回报会被逐渐压缩到等于成本的地步——盈利增加变得不可持续，因此增长也就没有意义。增加销售意味着企业的资产也要相应增长。增加资产需要资本投入，而资本本身是有成本的。如果行

业内的竞争者不断增加，这个循环没有出路（除非是因为暂时的幸运，而价值投资者是不会因此而多付钱的）。

来源：《价值投资原理与实战》，（美）劳伦斯 A.坎宁安 著；王勇、董方鹏 译。