

我昨天刷到一个很有意思的文章,题目叫

《  
现金流折现证明,  
伊利股价最低19.9元、最高37元,你  
敢信吗?

》,文章介绍了价值投资者经常用到的现金流量折现方法去估计伊利股份的估值。  
很多人转发,建议看看。

报告期	按年度	按单季度								
每股指标	21-12-31	20-12-31	19-12-31	18-12-31	17-12-31	16-12-31	15-12-31	14-12-31	13-12-31	12-12-31
基本每股收益(元)	1.4300	1.1700	1.1500	1.0000	0.9900	0.9300	0.7000	0.6800	1.1000	1.1000
扣非每股收益(元)	1.3000	1.0800	1.0400	0.9700	0.8800	0.7500	0.6800	0.6300	0.8800	0.8800
稀释每股收益(元)	1.4300	1.1800	1.1500	1.0000	0.9900	0.9300	0.7000	0.6800	1.1000	1.1000
每股净资产(元)	7.4543	4.9932	4.2853	4.5928	4.1299	3.8059	3.2841	6.0938	7.8932	7.8932
每股公积金(元)	2.2294	0.2330	0.1085	0.4075	0.4560	0.4063	0.4084	2.1150	2.0744	2.0744
每股未分配利润(元)	3.7894	3.3501	3.0002	2.8785	2.3213	2.0209	1.6144	2.9953	2.9814	2.9814
每股经营活动现金流(元)	2.4301	1.6186	1.3670	1.4190	1.1536	1.1134	1.8724	0.7951	2.0790	2.0790
成长能力指标	21-12-31	20-12-31	19-12-31	18-12-31	17-12-31	16-12-31	15-12-31	14-12-31	13-12-31	12-12-31
营业收入(元)	1109亿	985.9亿	901.3亿	795.5亿	680.0亿	600.1亿	609.6亿	544.4亿	477.8亿	477.8亿
归属净利润(元)	87.96亿	70.76亿	69.34亿	64.40亿	60.01亿	56.60亿	48.30亿	41.44亿	31.07亿	31.07亿
扣非净利润(元)	79.44亿	66.24亿	62.68亿	58.18亿	53.25亿	49.27亿	40.15亿	37.68亿	22.01亿	22.01亿
营业收入同比增长(N)	14.11	7.38	13.41	16.85	12.29	0.41	10.88	13.93	13.76	13.76
归属净利润同比增长(N)	27.68	7.66	7.67	7.31	8.88	22.74	10.88	13.93	13.76	13.76

过去五年扣非净利润平均数为： $(79+66+62+58+53) \div 5 = 62$ 亿元，但是对于像这类“高成长的数字”，用几何平均数可能效果更好。由于几何平均数小于算数平均数，而我手上没有手机上的计算器的情况下，这里取“平均”60亿元作为伊利过去五年的经营成果。

### 1. 悲观情况下，伊利股份内在价值1256亿元，每股股价19.91元

2021年伊利自由现金流27.53亿元，假定2022-2031十年伊利自由现金流每年同比增速为15%，2032年以后每年增长5%，折现率假设为10%。

计算出伊利未来所有现金流折现值为1256亿元，除以63.08亿股在外流通的股数，得出每股价格为19.91元。

这种情况只有在出现黑天鹅事件，才有可能出现，且属于短暂的股价下跌期，利空出尽股价自然会调整到正常区间。

事项	年份	自由现金流增长率	自由现金流计算过程	自由现金流	折现率	现金流贴现计算过程	现金流现值(亿元)
出现黑天鹅	2022年	15%	27.53* (1+15%)	31.66	10%	31.66/ (1+10%)	28.78
	2023年	15%	31.66* (1+15%)	36.41	10%	36.41/ (1+10%) <sup>2</sup>	30.09
	2024年	15%	36.41* (1+15%)	41.87	10%	41.87/ (1+10%) <sup>3</sup>	31.46
	2025年	15%	41.87* (1+15%)	48.15	10%	48.15/ (1+10%) <sup>4</sup>	32.89
	2026年	15%	48.15* (1+15%)	55.37	10%	55.37/ (1+10%) <sup>5</sup>	34.38
	2027年	15%	55.37* (1+15%)	63.68	10%	63.68/ (1+10%) <sup>6</sup>	35.95
	2028年	15%	63.68* (1+15%)	73.23	10%	73.23/ (1+10%) <sup>7</sup>	37.58
	2029年	15%	73.23* (1+15%)	84.21	10%	84.21/ (1+10%) <sup>8</sup>	39.28
	2030年	15%	84.21* (1+15%)	96.84	10%	96.84/ (1+10%) <sup>9</sup>	41.07
	2031年	15%	96.84* (1+15%)	111.37	10%	111.37/ (1+10%) <sup>10</sup>	42.94
	2032年以后	5%	5% * (1+10%) /	2572.65	10%	2572.65 / (1+10%) <sup>1</sup>	201.7
总计				3215.44			1256.12

那作者所谓的“正常情况下，伊利内在价值1882.61亿元，每股价格29.84元”是怎么来的呢？关键在于他的假设——

假定伊利自由现金流未来十年每年增长速度17%，2032年以后每年增长5%，折现率9%。计算出伊利的内在价值为1883亿元，每股价格29.84元。

这个假设不能说没有道理。但是考虑当下的市场状况和经济前景，折现率可能高了，投资者可能也会对伊利股份抱有谨慎态度。

最后是伊利的现在股价走势图——