

下来，我们开始讲解相对估值法。前面讲过两个，导致以市盈率为代表的相对估值法，在国内非常流行的原因。分别是：很容易计算，以及国内对价值投资的理解相对表面化。同时也讲到了，以自由现金流贴现法为代表的绝对估值法，更接近于价值投资的真谛。

但遗憾的是，自由现金流贴现法，使用时的局限性太大，而且仅仅局限于部分自由现金流好的行业。在绝大多数行业，都无法使用，所以这时候，用市盈率等方法来预估企业的合理价值，也算是相对不错的选择。而且我认为，只要准确的理解相对估值法的内涵，并且在合适的情况下使用，对于我们的投资，帮助也是非常大的。

在这里，我们先讲市盈率估值法。市盈率英语叫做，Price earnings ratio，简称为PE。在这里，依然讲解重要英语名词的来历，绝非为了故作高深，而是为了方便大家记忆和理解。

市盈率的计算，特别简单，就是公司股价与每股收益的比值，也可用公司总市值除以净利润来计算，是股票估值最常用的指标之一。市盈率能清晰地告诉投资者，在假定公司净利润不发生改变的情况下，为该利润支付了多少倍的

价格。或者说，在每股盈利不变的情况下，当盈利全部用来分红派息时，要多少年才能全部收回投资。如20倍的PE就相当于投资者为该利润支付了20倍的价格，需要20年才能回本。

市盈率存在不同版本。主要有静态市盈率和动态市盈率，其中静态市盈率简称为市盈率LYR，动态市盈率简称为市盈率TTM。在专业的研究报告或者股票行情软件上，我们会发现，多数会标注一个TTM，表示软件所显示的市盈率数值，为动态市盈率的数值。

它们的计算公式，也都非常简单。当以上一年度的每股盈利来计算市盈率时，所得出的就是静态市盈率，因为只要次年的年报尚未公布，那么每股收益都不会改变，故该市盈率被认为是相对静止的。公式为：静态市盈率LYR等于股票现价除以上一年每股收益。

而当以最近发布的四个季度的每股盈利来计算时，由于每个季度的盈利都会发生变化，变化的频率较快，因此其所计算出的被称为动态市盈率。在这里也可以发现，之所以将动态市盈率叫做市盈率TTM，就是因为最近四个季度也就是最近的12月，TTM即Trailing Twelve Months、是最近12

个月的意思。公式为：动态市盈率等于股票现价除以最近四个季度的每股收益。

然而动态市盈率经常被“歪曲”使用。比如有的股票软件，甚至是部分投资者，在计算所谓动态市盈率时，往往采用简单的算术计算，如对第一季度每股收益，自动将其乘以4，得出年末预测的每股收益，然后根据股价计算市盈率，这种所谓的“动态市盈率”忽略了公司收益的季度波动，往往会形成极大的误导。

而在实际中，我个人经常使用的是某某年的预估市盈率。比如说，A公司相对2018年，预估市盈率是多少倍，相对于2019年，预估市盈率是多少倍。这里面所使用的每股盈利，因为企业尚未公布，所以使用的是行业软件显示的分析师平均预估值。这些预估值，在万得和东方财富等软件上，都可以直接见到。这个预估的缺陷，是显而易见的，因为企业的实际盈利经常是低于预估值的。而这个方法的好处有两个，一个是建立一个预期，以便于观察企业财报是否超预期，另一个好处是，便于站在未来的角度，更好的去看企业当下的估值是便宜还是贵。尤其对熟悉这套方法的投资者而言，在使用市盈率进行估值的同时，对基本面的变化进行跟踪，就可以达到更好的使用效果。

投资者在看股票软件中的市盈率数据时，一定要分清这是哪个类别的市盈率，不可单纯因为股票软件中市盈率低而买入，也不可单纯因为其市盈率高而卖出。

市盈率代表了市场对股票的悲观或乐观程度，同时也就代表了股价的低估或高估程度。由于市盈率等于股价除以每股收益，如果市场预计公司每股盈利将下降，悲观情绪便会主导该股票的走势，此时股价快速下跌，市盈率也随之下跌，因此市盈率越低，说明市场越悲观。但市场每股盈利下跌的预期可能并不会发生，此时股价就出现了相对低估。相反，如果市场预期EPS将上升，此时乐观情绪占据主导，股价快速上涨，市盈率也随之上涨。因此市盈率越高，说明市场越乐观。但每股盈利上涨的预期也可能落空，此时股价就出现相对高估。

市盈率的倒数就是当前的股票投资回报率，即市盈率等于1除以资回报率 $r$ ，如20倍的PE就等于年5%的回报率，也就是20年回本。我们只需合理设定投资回报率，就可以得出一个看似合理的PE，再利用公式：股价等于市盈率乘以每股盈利，就可以推算出公司合理的股价。那么，多少投资回报率才是合理的呢？

有人喜欢用市场无风险收益率作为投资回报率的参考值。这一做法的依据是无风险收益和股市收益构成相互替代关系。如果股市潜在收益高于无风险收益，更多人会选择投股票，而如果股市潜在收益低于无风险收益，更多人会选择无风险收益。无风险收益率可参考长期国债利率或银行理财产品收益率，目前在中国不到4%。按照这一利率，用1除以4%，即低于25倍市盈率即为合理。

除了以预期回报率为标准，还可以市场平均市盈率或行业市盈率作为参照，来确定企业合理的市盈率水平。把一只股票的市盈率与整个市场的平均市盈率比较，看看目标公司比市场平均利润增长水平是更快还是更慢，风险更大还是更小，从而推断目标公司大致的市盈率水平。然而，市场平均市盈率因抽样范围不同而存在很大的差异，如截止2019年2月1日，上证指数平均市盈率约为11倍，深证成指的平均市盈率约为22倍，创业板因为商誉减值，平均市盈率超过40倍。从这个角度看，行业市盈率似乎更能反映一家公司的合理市盈率。把一家公司的市盈率和同行业的公司相比，但是这些不是你可以依赖的最后决定买入或者卖出的依据。比如A股银行业市平均盈率约为6倍，而医药行业平均市盈率约为30倍。同一行业中不同公司的市盈率

水平也可能存在很大差异。如医药中的信立泰市盈率为14倍，而恒瑞医药的市盈率则高达52倍。

为了避免上一问题，投资者可以依据一家公司历史市盈率数据来推测其当下合理市盈率。把一只股票现在的市盈率和它的历史市盈率相比较有较大的参考价值，尤其对那些业绩比较稳定的、业务没有太大变化的公司来说更是如此。如果一家稳定的公司以大致相同的速度成长，同时和过去有大致一样的预期，但是它以一个比长期平均水平低的市盈率交易，投资者就可以开始关注它了。此时的低市盈率有可能是市场的非理性导致的。但这种方法只对稳定的公司起作用，成长迅速的公司正在一年年地发生变化，这就意味着它们现在的市盈率与历史市盈率的可比性较小。

然而，无论是以市场平均市盈率、行业市盈率还是个股历史市盈率数据为参考，都会面临一个问题，就是不同公司或公司不同时期的市盈率可能存在很大的差异，因而没有实际参考意义。实践中影响市盈率的要素有很多，比如个股基本面、行业热度、市场氛围、宏观经济等。因此，准确估计市盈率并不容易，市盈率估计过于乐观，投资者可能蒙受亏损。估计过于悲观，则可能错失买入机会。



依据市盈率估值进行投资，要特别注意“戴维斯效应”。所谓戴维斯效应，就是有关市场预期与公司盈利波动之间的倍数效应。也就是说，当一家公司利润持续增长使得每股收益提高时，市场给予的估值也提高，股价得到了相乘倍数的上涨，这就叫“戴维斯双击”；相反，当一家公司业绩下滑时，每股收益下降，市场给予的估值也下降，股价得到相乘倍数的下跌，这就叫“戴维斯双杀”。比如以10倍市盈率买入业绩每年增长10-15%的公司，五年后市场会给这公司更高的预期，便会以13倍甚至15倍市盈率买入，此时的股价已经形成戴维斯双击，卖出就会获得相当可观的利润。相反，很多人以30倍的PE买入期望每年增长30%以上的所谓成长股，如果成长股增长达不到预期或者业绩变脸，则形成戴维斯双杀，亏损将更为严重。

戴维斯双击是投资者梦寐以求的事情。投资者以低市盈率买入潜力股票，待成长潜力显现后，以高市盈率卖出，这样可以尽享每股收益和市盈率同时增长的倍乘效益。戴维斯1950年买入保险股时市盈率只有4倍，10年后保险股的PE已达到15倍至20倍。也就是说，当每股收益为1美元时，戴维斯以4美元的价格买入，当每股收益为8美元时，一大批追随者猛扑过来，用“8乘以18美元”的价格买入。由此，

戴维斯不仅本金增长了36倍，而且在10年等待过程中还获得了可观的股息收入。

在实际运用中，遇到一些极端情况时，市盈率估值法的可操作性也会有局限，有些特殊事件会扭曲市盈率。比如一家公司最近出售业务或者资产了，获得了一笔较大的非经常性收益，夸大了其每股收益，这时市盈率就会大大降低。因此查看公司市盈率的时候，必须确信它的盈利是可持续性的。在计算市盈率时，需要将出售资产或业务获取的利润剔除出去。同样地，公司如果发生了一大笔非经常性费用，或关闭了某个工厂，利润可能会降低，这就可能推高其市盈率。估值时必须把非经常性费用考虑进去才能得到其正常的市盈率值。

对于周期性公司，市盈率估值的运用则可能完全相反。水泥、钢铁、造纸和汽车公司等都是周期性公司很好的例子。对于周期性公司，很低的市盈率并不代表它便宜，因为这种情况往往意味着该公司的利润在最近的时间里已经达到高点，周期性意味着它很可能迅速下跌，此时因市盈率低而买入恰恰是错误的。对于周期性公司，最好能对公司的周期有清晰的认识，能判断下一个高点比现在是高还是低，并基于现在的市价，计算将出现在下一个高点的每



股盈利的市盈率。当大家研究市盈率时，把这些问题记在脑子里，误用市盈率的可能性就会少很多。

我们看到市盈率估值法存在一个很大的缺点，就是无法准确确定到底多少倍市盈率才足够低，比如，市盈率12倍是低还是高，难以回答。使用市盈率只能在一个相对基础上，这意味着你的分析可能被你使用的基准扭曲。那能不能有什么方法让我们在一个更准确的基准上考察市盈率呢？这时我们就需要考虑是什么导致一家公司有更高的市盈率。从一定程度上说，成长性决定一只股票市盈率的重要因素。具有较高的成长性的公司应该有一个更高的市盈率，高风险的公司应当有一个较低的市盈率，有更高资本需求的公司应当有一个较低的市盈率。

如果将市盈率和公司业绩成长性相对比，那些市盈率偏高的股票看上去或许就有合理性了。这就要用到PEG估值法，也就是市盈率相对盈利增长比率估值法。PEG是在市盈率估值的基础上发展起来的一个股票估值方法，可将市盈率和盈利增长率综合在一起考量。PEG指标是用公司的市盈率除以公司的盈利增长速度，其计算公式是： $PEG = \text{市盈率} \div \text{未来3-5年收益复合增长率}$ 。如何记住这个公式呢，非常简单，就是PE除以G，PE是市盈率，G是未来3-5年

的收益复合增长率。PEG是彼得·林奇最喜欢采用的估值方法，市盈率PE仅仅反映了某股票当前估值，而PEG则把股票当前的价值和该股未来的成长性联系了起来，弥补了市盈率对企业动态成长性估计的不足。

依据PEG指标选股，就是选那些市盈率较低，同时增长速度又相对较高的公司。粗略而言，PEG值越低，股价遭低估的可能性越大。比如一只股票当前的市盈率为20倍，其未来5年的预期每股收益复合增长率为20%，那么这只股票的PEG就等于1。当PEG等于1时，表明市场赋予这只股票的估值可以充分反映其未来业绩的成长性。如果PEG大于1，则意味着PE过高，这只股票的价值就可能被高估。当然，也有人理解成，市场认为这家公司的业绩成长性会高于市场的预期。

当PEG小于1时，要么是市场低估了这只股票的价值，要么是市场认为其业绩成长性可能比预期的要差。通常价值型股票的PEG都会低于1，以反映低业绩增长的预期。投资者需要注意的是，像其他指标一样，PEG也不能单独使用，必须要和其他指标结合起来，这里最关键的还是对公司有深入的了解。

计算 PEG 值的关键，是要对公司的业绩作出准确的预期。由于计算 PEG 需要对未来至少 3 年的业绩增长情况作出判断，而不能只用未来 12 个月的盈利预测，因此大大提高了准确判断的难度。事实上，只有当投资者有把握对未来 3 年以上的业绩表现作出比较准确的预测时，PEG 的使用效果才会体现出来，否则反而会起误导作用。

说了这么多以后，大家是不是有一种感觉，就是说的都对。但究竟该怎么运用它呢。其实除了估值的思想之外，在整个估值篇的内容，大家核心记住两个方法即可。方法一：就是前面讲过的，预估最差的情况下，对企业未来十年的净利润进行贴现，从而得到一个预估的企业内在价值。方法二：就是我们接下来要讲的，用 PEG 的方法，来预估成长股的价值，核心步骤分为两步，第一步计算 PEG 为 1 时，企业的估值是多少倍，然后按照增长的确性，进行一定的折溢价，然后预估出一个合理的市盈率和企业内在价值。

可能大家也发现了，第一种对未来十年企业利润进行贴现的方法，更多适用于现金流良好的价值股。而第二种 PEG 方法，更多适用于成长股。

那么在这里，我要强调一遍。对企业进行估值的前提，一定是企业可以可持续的创造自由现金流。别简单看这一条，单单这一条，就已经注定，A股80%的公司是不符合价值投资的要求的。也是很难进行估值的，多数公司只有清算价值，或者炒作的价值。从价值投资的角度看，因为这些公司难以持续贡献自由现金流，所以难以对其进行评估。当然，并非是说这些公司就没有价值了，大家可以理解成，这些企业不符合价值投资的选股要求。或者说，价值投资因其自身的局限性，不能用来对这些企业进行估值。

下面，我们对成长股进行定义。利润增速高于ROE的是成长股，利润增速低于ROE的是价值股。什么意思？银行股ROE有16%、17%，利润增速是个位数，所以是典型的价值股。如果利润增速是高于ROE的，像恒瑞医药、海康威视等等，这些公司的利润增速高达30%到40%，ROE是20%，就属于标准的成长股。当然，与此同时，我们还需要对最低ROE进行定义，我个人经验是15%，可以理解为利润增速能够持续高于15%的公司就算是成长股。不要小看这个15%，按照前面估值方法的讲解，大家应该会发现，它所要求的15%的增速，至少要持续十年以上。而回看整个A股，

利润增速能长达十年维持 15% 以上的公司，也是不足十分之一的。

当 PEG 等于 1 时，就是合理的，但大熊市，最好能在 1 之内买。实际当然没那么简单，就是根据确定性给予折溢价，确定高的，通常溢价，比如我武生物、恒瑞医药，确定性高，可以给予一定的估值溢价，怎么来评估确定性呢，我讲过，主要就是看行业空间和竞争格局。还有一类确定性不高的，比如类似珀莱雅这样的公司，很多人问公司行业占比 1%、竞争激烈等等，其实这就是行业空间好，因为 18 年消费品主要就化妆品增长好，但竞争格局并不好，因为化妆品行业是红海，里面有大量海外巨头，所以给予折价。具体如何估算业绩增长的确定性，我们在下一节研究篇，还会做进一步的讲解。此外，说一个实用小技巧，对于那些管理层在历史上很诚信的公司，我们可以结合企业的股权激励方案，来预估企业未来三年的净利润增速。

上面这部分，就是认为 PEG 等于 1，是初步计算出来的增速不错的成长股的合理估值。那么行业空间广阔、竞争格局好的，1 就是合理，甚至可以适当的估值溢价。而有一条不符合的，就给予相应的估值折价，比如说 PEG 给 0.8，但要



结合实际情况给。需要大家注意的是，这类确定性差的公司，因为持股机构少，估值波动会非常大。

而整个 PEG 估值法，核心步骤我总结为两步：1. 就是计算 PEG 为 1 时，企业的合理估值；2. 按照行业空间和竞争格局，评估企业利润增长的确定性，从而对估值进行一定的折溢价。

关于 PEG 估值法，下面我划一个重点。就是市盈率估值法，在实践中经常效果不好，问题大多不是因为方法本身的问题，而是投资者陷入了一些陷阱。比如，市盈率作为相对估值法，它的合理性就来源于一家企业的估值和它的历史估值、行业平均估值、全市场估值进行比较后，来寻找它的合理性。这里面，与它的历史估值进行比较，是最常用的方法，涉及到的盈利来源叫做均值回归。但事实上，很多企业回不到当年的高估值了。最常见的情况是，盈利的成长性变了，或者盈利的确定性变了。比如在 2018 年之前，大家认为新能源汽车使用的钴锂是成长性行业，但在 2018 年年中之后，大家认为它们是周期性行业，估值直接跌了一半。对应的，钴锂企业的估值，未来将长期维持在 10 倍左右的水平，而再也回不到 30 倍以上了，如果大家随意套用市盈率估值法，认为估值相比过去被低估，

就会犯大错。类似的案例，还有很多，比如手机行业，比如仿制药行业，目前都是周期属性大于成长属性，对应的，估值都很难回到过去。

在相对估值法中，除了市盈率估值法之外，还有市净率估值法和市销率估值法。因为实践中，与它们有关的规律，实在太少，所以我只按照实战的原则，把它们的应用讲一下。市净率估值法，在 A 股，只在银行股上，有一些历史规律，比如每当四大行市净率击穿 0.8 倍时，或者招商银行市净率击穿 1 倍时，它们的股价就会触底。除此之外，找不到其他规律。当然，从理论的角度讲，市净率必须与净资产收益率指标结合使用，也就是使用市净率估值法的公司，如果有一定的规律，则与净资产收益率相对稳定有关。在这里，多提一句，PB-ROE 模型是非常不错的选股体系，但这里因为是讲解估值方法，所以只是点到为止，感兴趣的读者可以自行理解。

而市销率估值法，在 A 股可见的规律，是在云计算中。这是因为，研究中，大家发现，美股的云计算 SAAS 和 PAAS 层企业，估值基本在 8 到 16 倍市销率之间。而这个规律的背后，其实反映的是云计算企业“研发费用前置”的特点，以及客户续费率极高，导致先有费用投入后有现金流

的特点。简单说，就是未来的研发费用会降低，从而带动未来净利润的提升。大家也可以认为，市销率估值法与净利润提升有着直接的关系。

在这里，我把云计算的估值方法，也简单的说一下。软件可分两类，第一类，是以用友网络为代表的、可以在多行业使用的通用型软件，这类企业因为市占率较低，导致企业为了开拓市场，而往往会保持 50% 以上的销售费用率。

那么，收入增速、销售费用率的提升，也就意味着圈了更多的客户，后期云化将有更大的空间。对应的是，估值与收入增速、与云化的比重成正比，而与利润关系不大。

第二类，是以广联达、石基信息、航天信息、恒生电子为代表的、只在单一行业使用的专用型软件。这类企业，因为市占率往往较高，个别甚至能达到 80% 的市占率，从而收入增长变得缓慢。但是，随着云收入占比不断提高，单客户价值开始提升，企业利润快速增长。对于这类企业，核心是看 ROE、预收账款和现金流。

在实际应用中，要关注两个小细节。1. 运用市销率进行估值时，只有可进行云转型的这部分业务，可以使用市销率

估值，对于那些无法云化的业务，仍然需要使用市盈率等方法进行估值，最后将这些估值进行累加。在实践中，企业因为具有多种属性不同的业务，从而进行分开估值并累加得到总市值的情况，是非常普遍的。2. 美股的云计算企业，估值集中在 8 到 16 倍市销率，那么我们到底用 8 还是用 16、还是其中的一个数值来对企业计算企业的合理估值呢，核心取决于以下情况，比如企业开始向云转型、ROE 快速提升、云收入占比跨过 20%等。

到这里为主，整个估值篇我们就讲完了。本篇内容，相比理念篇显得更加抽象，更加不方便消化。但想要靠投资改变命运，这点儿苦是必须得吃的。当然，对于所有人来说，如果能持续的进行这方面的训练，自然是最好不过的。因为没有在实际操作中，熟练使用这些估值方法并获利，是很难建立起对这些方法的自信的。也很难用好这些，所以在小密圈中，我专门设立了一个专题，叫做“估值方法”，[在里面](#)，每次我都不会孤立的、用僵硬的理论去讲估值，从来都是在遇到实际问题的时候，才会去讲方法，以此让大家更好的接受。

不管对价值投资的理念，还是估值方法。其实当你掌握了正确的东西后，坚持是最难的。而做到知行合一的坚持，

我想就是出于对这种方法的信仰。就像我在与海外投资者交流时，就发现，大家对美股等市场的看好和持有，完全是出于信仰。信仰股市可以反映经济的发展，信仰股市中长期都是往上走的，也相信通过投资股市，可以改变自己的命运。而这一点，也是我想跟大家共勉的。

到此，估值篇就讲完了。谢谢大家。

内容源自公众号：一叶孤城2006