

市盈率

《证券分析》第五部分 39

喻清言

2024. 4. 9

市盈率与估值

市盈率

- 通常认为股票价值是其即期收益的若干倍，即市盈率
- 市盈率取决于普遍的看法，也取决于企业性质和过往记录
- 1927-1929的牛市前，10倍市盈率是公认标准
- 1927年后，普遍高估普通股价值，好股票市盈率可以是15倍。特别受青睐的企业甚至到25倍到40倍

市盈率与估值

市 盈 率

- 如今的倾向是对不同的行业进行区分

行业名称	市盈率TTM	行业名称	市盈率TTM
银行	6.12	纺织服装	27.76
钢铁	8.53	电气设备	29.88
房地产	10.72	机械设备	30.51
建筑装饰	11.14	综合	31.59
非银金融	15.13	食品饮料	31.99
建筑材料	15.47	有色金属	32.98
家用电器	16.68	医药生物	36.55
汽车	16.69	休闲服务	37.39
交通运输	17.18	电子	37.71
化工	20.77	农林牧渔	38.2
采掘	22.73	传媒	38.38
商业贸易	23.33	计算机	52.28
公用事业	23.72	通信	56.04
轻工制造	23.95	国防军工	68.91

市盈率与估值

估值的障碍

- 精确估值无法实现

- 1.不应将股票的价值建立在即期收益上，它是变化的
- 2.无论用多少倍的市盈率，实际上纯粹是主观上的乘数

- 分析师的作用有限

- 1.设定一个对普通股的投资性估值标准
- 2.分析资本结构和收入来源对估值的意义
- 3.在资产负债表中找到影响收益的异常因素

市盈率与估值

投资性估值的最高标准

任何情况下都要给乘数设定适度的上限，以便使估值处于安全范围内

- 通常情况下可以用5-10年的平均收益来估计未来的利润
- 本书设定的上限是20倍，即股价达到平均收益的20倍就算高
- 支付超过平均收益20倍的价格就是投机

市盈率与估值

投资级普通股

- 合理的市盈率不是投资级普通股的唯一必要条件，是必要非充分条件
- 一般而言合理的市盈率应当远低于20倍这个最大值
- 投资级股票价格极有可能上涨，在价格上涨后也会成为投机性股票

市盈率与估值

Example

- A组公司是行业龙头企业，受到特别的热捧。它们财力雄厚，前景光明，过去收益稳定增长，但是市价已经超出了与其平均收益匹配的水平

项目	A 组:		
	通用电气	可口可乐	琼斯-曼维尔
以普通股价格为基础的最高收益, 1929—1938 年	5.1%	4.5%	7.7%
以普通股价格为基础的最低收益, 1929—1938 年	0.9%	1.6%	-
以普通股价格为基础的平均收益, 1934—1938 年	2.9%	3.5%	2.7%

表 39—1

A 组: 1938 年 12 月由于高价格而具有投机性的普通股
(数据进行了调整以反映资本结构的变化)

(单位: 美元)

项目	A 组:		
	通用电气	可口可乐	琼斯-曼维尔
普通股每股收益:			
1938	0.96	5.95	1.09
1937	2.20	5.73	5.80
1936	1.52	4.66	5.13
1935	0.97	3.48	2.17
1934	0.59	3.12	0.22
1933	0.38	2.20	-0.64
1932	0.41	2.17	-4.47
1931	1.33	2.96	0.45
1930	1.90	2.79	3.66
1929	2.24	2.56	8.09
10 年平均	1.25	3.56	2.15
5 年平均 (1934—1938)	1.25	4.59	2.88
债券	无	无	无
优先股	无	600 000 股@ 60	75 000 股@ 130
		36 000 000	9 750 000
普通股	28 784 000 股@ 43.5	3 992 000 股@ 132.25	850 000 股@ 105
	1 250 000 000	529 500 000	89 300 000
总市值	1 250 000 000	565 500 000	99 050 000
有形资产净值, 1938 年 12 月 31 日	335 182 000	43 486 000	48 001 000
流动资产净值, 1938 年 12 月 31 日	155 023 000	25 094 000	17 418 000
以普通股价格为基础的平均收益, 1929—1938 年	2.9%	2.7%	2.0%

市盈率与估值

Example

- B组明显是投机性的，它们过往收益并不稳定，市盈率也很不稳定

项目	B 组		
	固特异轮胎及橡胶	席梦思	扬斯顿板材和管材
以普通股价格为基础的最高收益，1929—1938 年	27.2%	13.0%	31.8%
以普通股价格为基础的最低收益，1929—1938 年	-	-	-
以普通股价格为基础的平均收益，1934—1938 年	3.6%	5.1%	3.9%

表 39—2

B 组: 1938 年 12 月由于不稳定记录而具有投机性的普通股 (单位: 美元)

项目	B 组		
	固特异轮胎及橡胶	席梦思	扬斯顿板材和管材
普通股每股收益:			
1938	1.34	1.42	-0.89
1937	1.95	2.88	6.79
1936	3.90	3.53	7.03
1935	0.12	1.14	0.64
1934	-0.66	-0.84	-2.95
1933	-0.79	0.04	-7.76
1932	-4.24	-2.57	-11.75
1931	0.04	-0.79	-6.55
1930	-0.37	-1.05	5.17
1929	10.23	4.15	17.28
10 年平均	1.15	0.79	0.70
5 年平均 (1934—1938)	1.35	1.63	2.12
债券	50 235 000	10 000 000	87 000 000
优先股	650 000 股@108	无	150 000 股@81
	70 250 000		12 165 000
普通股	2 059 000 股@ 37.625	1 158 000 股 @ 32	1 675 000 股@54.25
	77 500 000	37 050 000	90 900 000
总市值	197 985 000	47 050 000	190 065 000
有形资产净值, 1938 年 12 月 31 日	170 322 000	28 446 000	224 678 000
流动资产净值, 1938 年 12 月 31 日	96 979 000	14 788 000	83 375 000
以普通股价格为基础的平均收益, 1929—1938 年	3.1%	2.5%	1.3%

市盈率与估值

Example

- C组满足投资级的要求：
 1. 过去收益较稳定
 2. 平均收益与市价的比率合理
 3. 财务状况好，营运资金充足
 4. 股价未高出实际资产太多
- 值得注意的是，实际还需要考察公司发展前景等诸多因素

项目	C 组		
	亚当斯-米利斯	美国安全剃刀	纽伯里
普通股每股收益：			
1938	3. 21	1. 48	4. 05
1937	2. 77	2. 47	5. 27
1936	2. 55	2. 70	6. 03
1935	2. 93	2. 42	4. 94
1934	3. 41	2. 03	5. 38
1933	2. 63	1. 40	3. 06
1932	1. 03	1. 14	1. 07
1931	4. 72	1. 58	1. 73
1930	4. 83	2. 50	2. 27
1929	4. 83	2. 57	3. 15
10 年平均	3. 29	2. 03	3. 70
5 年 平 均 (1934—1938)	2. 97	2. 22	5. 13
债券	无	无	5 587 000
优先股	无	无	51 000 股@ 106
			5 405 000
普通股	156 000 股@ 21	524 000 股@ 14. 875	380 000 股@ 34. 5
	3 280 000	7 800 000	13 110 000
总市值	3 280 000	7 800 000	24 102 000
有形资产净值，1938 年 12 月 31 日	3 320 000	6 484 000	25 551 000
流动资产净值，1938 年 12 月 31 日	926 000	3 649 000	8 745 000
以普通股价格为基础的平均收益，1929—1938 年	15. 7%	13. 7%	10. 7%
以普通股价格为基础的最高收益，1929—1938 年	23. 0%	18. 2%	17. 5%
以普通股价格为基础的最低收益，1929—1938 年	4. 9%	7. 7%	3. 1%
以普通股价格为基础的平均收益，1934—1938 年	14. 1%	14. 9%	14. 9%

市盈率的调整

可转债和限制性股票

如果公司发行了可转债、可摊薄普通股内在价值的股票期权或其他具有分享收益权利的证券，一旦它们执行，普通股的内在价值会降低

- 债转股等会导致股票数量的变化，这时需要对每股收益进行调整
- 特殊情况如‘管理合同’会导致利润分配给管理层，这时需要对每股收益进行调整

THANKS!