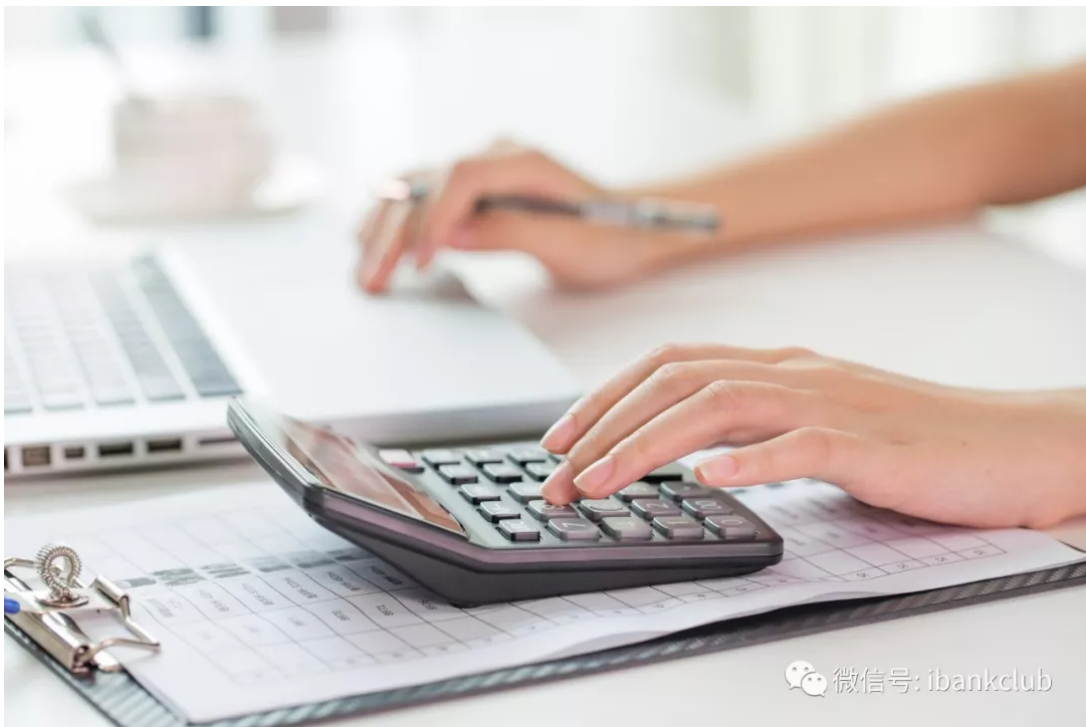


## 你以为你真的搞懂了市盈率？（超级详尽！非常值得一读）



微信号: ibankclub

### 一、什么是市盈率？

有不少投资者知道，约翰·涅夫是市盈率之父，也有书籍把他名字译成约翰·奈夫。但并不是他发明了市盈率，真正的发明人是 20 世纪初高盛集团的一个合伙人，名字已忘，不过文献资料出自一本书，叫《揭秘高盛》。

市盈率也称「PE」、「股价收益比率」或「市价盈利比率」，由股价除以每股收益得出，也可用公司市值除以净利润得出。市盈率理解容易，是股票估值最常运用的指标之一。它的优点在于简单明了告诉投资者在假定公司利润不变的情况下，以交易价格买入，投资股票靠利润回报需要多少年的时间回本，同时它也代表了市场对股票的悲观或者乐观程度。但在具体使用中仍有有很多问题需要考虑。

市盈率公式有两个，分别是：「**市盈率=股价/每股收益**」和「**市盈率=总市值/净利润**」。你用哪个都可以，我个人常用后者来计算市盈率。企业的股本基本是持续扩大，那么它就会稀释每股收益和股价。为了能够在同一标尺上分析企业的市盈率，用第二个公式最方便，不用考虑除权因素。

市盈率的倒数就是当前的股票投资报酬率，市盈率估值法本质是永续零增长的贴现模型， $p=eps/r$ ， $PE=p/eps=1/r$ 。（ $p$ =股价， $eps$ =每股利润， $r$ =贴现率，贴现率往往可以理解为回报率）。

## 二、正常盈利下市盈率经验倍数

按照经验判断，对于正常盈利的公司，净利润保持不变的话，给予 10 倍市盈率左右合适，因为 10 倍的倒数为  $1/10=10\%$ ，刚好对应一般投资者要求的股权投资回报率或者长期股票的投资报酬率。

为什么这里强调的是正常盈利状态的公司，因为**亏损的公司计算的市盈率是负数，该指标失效，而微利的公司因为其净利润的分母小，计算出来的市盈率会高达成千上万，指标会非常高，但是公司的估值实际未必真的高。**

对于未来几年净利润能够保持单位数至 30% 增长区间的公司，十至二十多倍市盈率合适。30 倍市盈率以上公司尽量别买，并不是说市盈率高于 30 倍的股票绝对贵了，而是因为仅有少之又少的伟大公司既有超高的盈利能力又有超快的增长速度，能够长期维持 30 倍以上的市盈率，买中这种股票需要非同一般的远见和长期持有的毅力。

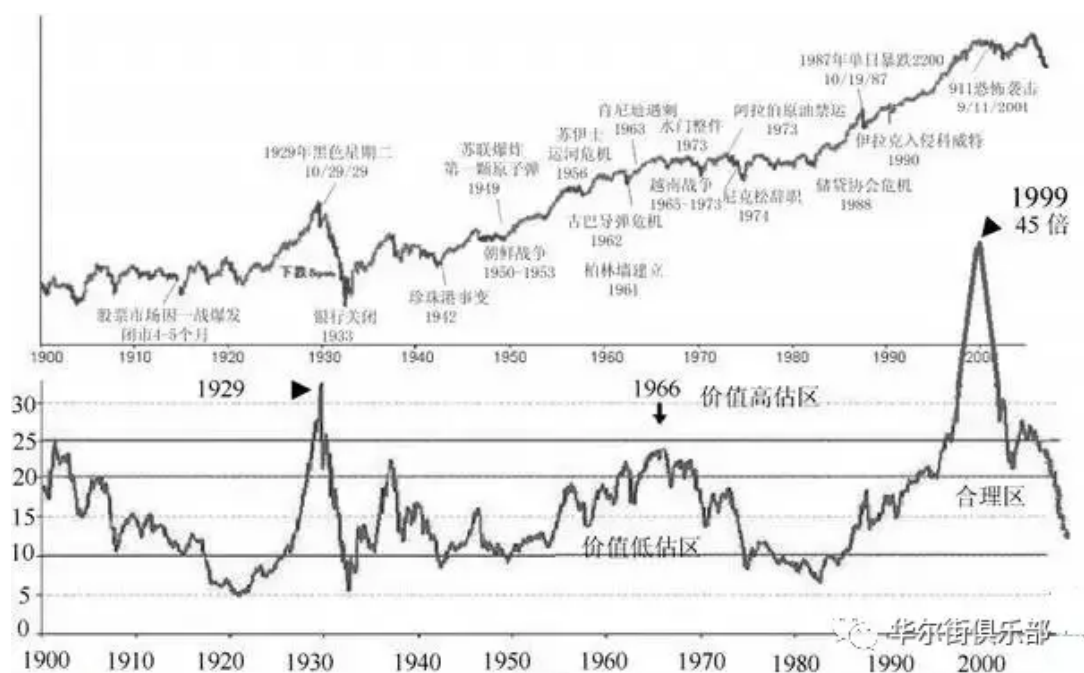
一般的公司也不可能长期保持超高的利润增长速度，因为净资产收益率受到竞争因素的限制，长期能够超过 30% 的公司凤毛麟角，对应的可持续增长率也不会长期超过 30%。如果你组合里都是 30 倍市盈率以上的公司，奉劝还是小心谨慎些好，因为能够称为伟大公司真的非常稀少。

60 倍市盈率以上为「市盈率魔咒」or「死亡市盈率」，这时候股票价格的上涨最为迅猛，市场情绪最为乐观，但是很难有公司、板块以及整个市场能够持续保持如此高估值，例如，2000 年美国的纳斯达克市场，2000 年和 2007 年的中国 A 股市场，1989 年的日本股票市场等，无一能够从市盈率魔咒中幸免。

美国股票市盈率整体处于 10-20 倍的波动区间，平均在 14、15 倍，其倒数对应 6.5%-7% 的长期回报率，而 6.5%-7% 长期回报率是由每年利润实际增速 3%-3.5% 以及 3%-3.5% 的股息回报构成。

特别补充说明一点，大家不必担心经济增速降低后股市回报率会降低。资本一定会获取正回报滴，事实上资本的长期回报率往往是经济增速的 2 倍，即使经济增速为 3%，资本的回报率也可以达到 6%。虽然资本和劳动共同促进了经济的发展，但这里资本高回报的原因并非是因为劳动被资本剥削了，本质资本具备复利效应，而劳动所得往往被消耗掉了。（我写这段话的本意是想说明：**资本的高回报得益于资本的红利再投资，所以说红利再投资是发挥复利效率的利器。**）

一个国家的长期整体 GDP 增速基本决定了企业利润的长期增速，且这个增速不是红利再投资能改变的。经济增长带来的红利是一部分收益被大众买车，房，食品，衣物，首饰等消费了，一部分被投资者红利再投资买股票了。资本和劳动因素两极构成了整体增速。整体企业利润增速 3% 下(接近于通货膨胀率)，企业赚的钱中增长的零头部分分红了，大部分利润再投资，取的新一年 3% 增长。资本市场给予投资者的回报是自身年增长 3%+分红 3%，资本市场增速仅仅是整体经济增速的一个部分，而非全部。



上图是美国道琼斯工业指数的 100 年的风雨路。可以看到，尽管经历无数天灾人祸的沉重打击，长期股指仍然是一路向上，虽然每次市场悲观的理由各有不同，但是当市场处于 10 倍左右市盈率区间时去购买股票是不会错的。这个购买过程中也可能会好几年的煎熬，不会一买就涨，但是在低估区间耐心持有终将胜利。而当股票指数处于 20 倍市盈率以上区间时，同样也有无数的理由来论证高市盈率的合理性以及对前景无限看好，但股票资产已经处于泡沫化，长期投资回报率下降。

关于市盈率与股票回报率之间的关系，不论国内还是国外研究都表明，从长期来看，选择购买低市盈率股票组合产生的回报要明显高于高市盈率股票组合。根据埃斯瓦斯·达莫达兰（Aswath Damodaran）所著《打破神话的投资十戒》一书研究所示，将美国股票根据市盈率分为从高到低分为 10 个等级，这些股票是根据每年年初的市盈率进行分级的，统计 1952-2001 年间的年均回报，发现最低市盈率股票组合平均年回报为 20.85%，而最高市盈率股票组合平均回报为 11%，最低市盈率股票组合的收益率几乎是最高市盈率组合的两倍。而为了测算在不同子时期里是否会出现差异，作者分别测试了 1952-1971 年，1972-1990 年，以及 1991-2001 年三个子时期，结论仍是低市盈率股票组合能够获得超额回报。

有人说整体市场市盈率应该有一个平衡点，这个平衡点可以参考长期国债利率。例如当下长期国债利率 5%，那整体市场市盈率应该为 20 PE，这个说法只能说半对。股市与国债的不同在于风险，当长期国债收益率下降时，市场风险往往增大，风险利率发挥作用。当长期国债收益率接近于 1% 以下时，市场风险利率应该取 3%-5%，所以美国历史市场的估值 10-20 PE 本身就非常具备参考性，中轴 15 PE 也是一个极好的参考数据。

当日本长期处于负利率时，整体市场基本在 25-30 PE 之间。解释这一现象的因素只能是风险利率。

### 三、市盈率计算时利润的选择

市盈率本身也有许多版本，比如 LYR 市盈率、TTM 市盈率、动态市盈率。LYR 市盈率就是静态市盈率，TTM 市盈率是当下的市盈率，三者的公式如下：

LYR市盈率=当前总市值/上一年度净利润

TTM市盈率=当前总市值/最近 4 个季度的净利润总额

动态市盈率又有两种情况，一种是年化市盈率、一种是预期市盈率：

**年化市盈率=当前总市值/当前报告期年化净利润**

**预期市盈率=当前总市值/当年预测净利润**

**所以你在使用市盈率之前必须搞清楚你用的是哪个版本的市盈率，哪个版本的市盈率最靠谱。**

LYR 市盈率，我认为没用，静态的东西是过去的历史，你跟过去的净利润比，没意义，买企业买的是未来，不是过去。

TTM 市盈率，相对客观反映了当下市盈率水平，因为它采用的是最近 4 个季度的净利润总额，它的净利润是在不断滚动更新，但是它的缺陷依旧是不反映未来，我们买企业，现在的业绩好不代表未来的业绩继续持续增长，如果未来的业绩下滑，那么 TTM 市盈率反而会拉高，所以本指标只适合业绩持续稳定增长的企业。但是即便业绩稳定的企业也可能在某个季度出现非经常性损益，那么企业的净利润会出现扭曲现象，致使市盈率失真。

再看年化市盈率，我们软件中给出的市盈率就是年化动态市盈率，这个市盈率也不科学，所谓年化，它的净利润是以当季的净利润折算成年，如果披露一季报，那么它就给一季报的净利润乘以 4；披露中报，就给中报的净利润乘以 2，这种简单年化的方法很幼稚，没有考虑企业的淡旺季。有的企业正好进入淡季，那当季净利润会很低，因此造成市盈率虚高，这种情况很有可能导致市盈率达到 100 倍以上；同理，有的企业进入旺季，那么当季净利润就会大幅增长，这时你去折算成年净利润，估值反倒会虚低，可能只有 8、9 倍，也不合理。同时如果企业出现非经常性损益，同样会使企业净利润扭曲，市盈率失真。

我个人常使用的是下一年度预测利润计算当前股价对应的预测市盈率，然后根据此市盈率判断相关标的估值的胖瘦。**它是双刃剑，你把净利润预测对了，当然你的市盈率最合理，但是如果预测错了，那就最危险。**从逻辑的角度看，以预期净利润作为分母是最合理的，我们买企业买的本就是未来，只有看好未来，我们才会去买。我个人使用的就是预期市盈率，但是它也不适合大多企业，只有小部分业绩持续稳定增长的企业才可以预测未来的净利润，我在使用预期市盈率的时候已经对企业的质地做了层层筛选，最后剩下的一小部分企业才可以用本指标进行估值。**预期市盈率的另一个好处是可以规避非经常性损益造成的净利润失真，因为它使用的是预期净利润，因此可以规避 TTM 市盈率与年化市盈率所产生的净利润失真现象。**

#### 四、研究真实的企业利润

在计算市盈率时，往往需要理性分析企业的盈利质量。根据「**市盈率=总市值/净利润**」，计算市盈率的两个关键数据是总市值和净利润，分子总市值是客观存在的，而分母净利润却可以各种粉饰，因此我们需要在实践中仔细甄别。

①**核心业务带来的利润是根本**，长期股权资产过高的企业，谨慎分析其带来的利润。（复兴医药的商誉和投资收益都极高，存在调节利润的可能。）

②**剔除一次性收益或非核心业务收益**。（长江电力为 15 年增发，增加了一次性收益 10 亿元；上海家化 15 年变卖资产 20 多亿。）

③**关注存货、应收账款的变化，以确定企业是否调节了短期业绩**。（伊利股份 15 年、格力电器 14 年业绩都有此因素，但这个比例往往不高，因为 50 亿的存货能带来 5 亿的净利润就不错了。）

④**关注企业有多久没有调薪、人力成本及原材料成本的稳定性**，回避利润大幅波动的企业。（海尔 14 年报中人力成本的降低，双汇猪肉价格波动的影响，大部分企业会选择利润高速增长时加薪。）

⑤**关注企业的提价行为**。（海天酱油 15 年提价，而酱油行业的竞争激烈，定价权没那么强，这代表着未来盈利扩张能力的底牌更少了。）

⑥**关注税收因素**，新企业的税负一般较低，随后逐步增加（如 2015 年的大华股份）；水电企业的增值税返还逐步降低（15-18 年两投都深受此痛，利润基本没有增长）；茅台也可能存在政策性税负增加问题。

⑦**政府管制的价格**（15 年油价、电价的调整，电力过剩时对行业冲击很大，且不知道什么时候下调到头）。

大家可以看出，要分析好盈利质量往往需要我们对所分析的企业很熟悉。为何我们如此关注分析企业的盈利质量？因为分析好当下盈利质量，才能更好预期下一年的真实盈利水平。这也和我们投资的究竟是什么有着本质的联系。我们绝不会花钱去买企业的资产，因为不能带来现金流有不能清算的资产没有任何长期价值可言，看 PB 更多是一种安全边际的视角。作为一名长线投资者，投资的就是企业未来的所赚取的所有现金流的现值。说白了，**我们需要购买能够在未来长期赚钱的企业的股权，我们需要关注的是当下的盈利质量和未来的盈利能力，这些才是确保未来长期股息回报的根本。**

## 五、论平均市盈率的不靠谱

当你确定预期净利润，下一步就要确定一个合理的市盈率倍数。目前大概有三个版本的算法，**一是用行业平均市盈率作为合理倍数，二是用企业历史平均市盈率作为合理倍数，三是根据行业长期增速，目前企业增速和企业长期品质来确定合理市盈率倍数**（这点如何确定后面会论述）。

在《股市真规则》一书中，帕特·多尔西认为，可以把一只股票的市盈率与整个行业的平均市盈率做比较。但我认为帕特·多尔西只是纸上谈兵，他的观点是错的，也误导了大批价值投资者。因为一个行业内，**有龙头，也有垃圾企业，你把所有参差不齐的企业摆在一起做平均，显然不合理**。每一家企业的净利润增速是不同的，从逻辑的角度看，一家企业的市盈率高低应该取决于企业的增速，企业增速快，就可以给予高估值，企业增速慢，就应该给予低估值，一个行业内有增速快的，也有增速慢的，还有负增长的，你把它们都放在一起做平均，我都不知道怎么会有人想出这样的指标。

另外，帕特·多尔西在《股市真规则》一书中还指出，你可以用企业的历史平均市盈率作为其合理倍数，这个理论在业内也是得到广泛传播，当然我依旧认为不太合理。**任何一家企业，你去回顾历史，它的成长不太可能是线性的，可能某个阶段增速快、也可能某个阶段增速慢、某个阶段可能还亏损，你把不同增速下的市盈率给它做平均，显然得出的市盈率也是不合理的**。这个指标也只适合那些业绩持续稳定增长的企业，必须业绩持续稳定增长，至少过去 10 年没有大起大落，那你才能用历史平均市盈率去衡量它的估值高低，因为业绩稳定增长的企业未来的净利润增速会跟过去差不多。

2016 年沪深 300 指数的平均 PE 大概是 13，它是由 35% 的 PE=6 的金融股和大量 PE=40 以上的「成长股」组成的，这个看似并不高估的指数也挺有意思的。

## 六、市盈率的驱动因素是什么？

不能简单地认为市盈率越低越好，因为低市盈率的背后可能真的是黯淡无光的经营前景。市盈率主要和以下两个因素相关，只有在充分考虑了影响市盈率的各种因素后，才能对公司的市盈率是否合理作出判断。

一般来说，我个人只投资长期稳健长寿的企业，此类优秀企业多数以把净利润视为自由现金流，那么一个常数增长的贴现模型可以表达为： **$P = EPS / (r - g)$**



P=公司股票价值

EPS=下一年预期的每股收益（随后会解释为何选择下一年预期每股收益）

r=股权投资的要求回报率（贴现率）

g=每股收益的增长率(永久性)

因此，我们可以看到市盈率指标最主要和贴现率和增长率这两个参数相关。个人通常采用 10% 的固定贴现率去计算优秀稳健公司的内在价值，并直接把贴现率视为目标回报率，g 的取值是 0%-6% 之间。参具体原因在现金流量贴现法那一篇有解释。

## 1.不同行业估值的合理 PE 如何确定？

当我们把贴现率r取固定值 10% 时，根据  $PE=P/EPS=1/(r-g)$

当g=0时，合理PE=10；

当g=1%时，合理PE=11.1；

当g=2%时，合理PE=12.5；

当g=3%时，合理PE=14.2；

当g=4%时，合理PE=16.6；

当g=5%时，合理PE=20；

当g=6%时，合理PE=25；

按上述公式计算时，会发现市盈率主要跟我们假设的永续增长率 g 有关。按长期回报率为 10% 计算，医药行业的 g 乐观取到 6%，对应 25 PE 的买入价，医药行业的合理市盈率在 20-30 之间；食品饮料行业的 g 乐观取到 5%，对应 20 PE 的买入价，食品饮料行业的合理市盈率在 15-20 之间；水电行业的 g 可以取到 1%，对应 11 PE 的买入价，水电行业的市盈率在 8-15 之间。

这里大家可以看明白，**不同行业的估值不同，表面看是由其眼前增速决定，本质是由其永续增速决定的。**（本质由其行业空间，寿命，增速三个因素决定。）关于 g 的深入理解，在《公司金融》讲股利政策「一鸟在手」的时候，它认为当公司按照持续增长率 g 成长时，每股的股利也按照 g 成长，实际上是将公司盈利增长率视为股利增长率的近似。

消费品公司为何会有溢价？**表面看是抗通胀，逆周期，转嫁成本和提价的能力相对比工业用品强，有定价权，重复消费频率高；本质是其行业的永续增长率高。**所以 20 PE 的茅台并不比 10 PE 的水电股有任何溢价，其对应的长期回报率极可能前者更高呢。

我们这里估算的目标，主要是计算一家优质公司的长期合理 PE，截止目前为止我想大家已经有了答案，它的关键在于对行业长期增速的理解和企业长期品质的洞察后，然后对 g 进行的估算。需要注意的是，永续增长率设为 5% 的要求必然优秀行业的极品公司，所以通常我们买入市盈率大于 20 的公司需要非常慎重。

## 2.实践估值举例

实际估值举例，对于具备长期经营价值的水电公司。取g=1%，股权回报率r=10%，得 $PE=1/(r-g)=1/(10\%-1\%)=11.1$ 。可以看出，这个假设要求企业可以无限期经营到永远，不太现实。但打 7 折接近 8 PE 买入这类长寿且稳定分红的公司应该是一笔好买卖。但这样计算的前提是，企业净利润得接近自由现金流，水电企业折旧现金流较多，是符合这个前提的。也只有极少数优质公司才符合这个前提，投资支出大或 ROE 持续下移的 0 成长型公司都是在损毁价值。

这里我们会发现自己面临了一个问题，每家企业不同阶段的增速是不同的，直接用一个永续增长率 g 来贴现太不靠谱了。尤其对于近几年高增速的公司，用此方法估值会偏差很大。但是，直接采用偏低永续增速来折现，也是一种折扣或安全边际的艺术处理，毕竟我们是

不想拥有企业十年就不拥有一分钟的投资者。

例如我们假设贵州茅台的永续增长速度为 5%，则合理买入 PE 为 20 倍，考虑到贵州茅台现阶段高达两位数的增长，直接视为安全边际即可，不再打折扣了。要完全解决不同阶段增速不同的问题，只能进行分段估值，也就是采用 PEG 或现金流量贴现法来计算会更为接近企业的内在价值。

综上所述，我们会发现上面描述的估值方法，只适合长寿稳健的白马股和未来盈利稳定的类水电股票罢了。也只有此类公司，才更适合使用现金流量折现法计算其价值。

### 3.长期回报率算法1：长期理论回报率

根据  $PE = 1 / (r - g)$ ，易得  $r = 1 / PE + g$

$r$  = 股权投资要求的回报率（贴现率）

$g$  = 每股收益的增长率(永久性) = 长期企业利润融资摊薄后的增长率 = 接近经济或行业增长率

备注：根据美国长期数据：GDP 的长期增长率接近 3%，整体长期成长率  $g$  也会接近这个数据。但考虑到公司很难像行业一样永存或永续增长，这个成长率建议根据 GDP 或行业特性保守取值，多数时候买入时不考虑公司的内生性成长也是一种安全边际。

所以， $\text{长期回报率} = 1 / PE + \text{长期成长率} = 1 / PE + g$

对于经营稳健，赚钱能力强，重视股东回报且未来预期没有融资摊薄股东回报的优秀公司来说，这个公式基本可以视为一个完全忽略眼前的告诉成长性，着眼于长期随 GDP 稳定增长，是一种打了折扣而具备安全边际的回报估算。

对于重视股东回报的优质消费企业，在完全不考虑成长性时，15 PE 买入对应的长期回报率接近 10%，20 PE 买入时对应的长期回报率接近 8%。若是企业能够有很好的再投资能力，比如菲利普莫里斯这样的优质消费公司，高成长使其长期复合收益率达到 19%。估值和买入时完全忽略成长，也是一种很好的安全边际思维。我们确实需要打折或忽略成长来估值，因为我们不靠谱地假设了企业永生且保持永久的赚钱与回报股东的能力。

对于优质水电公司，考虑到长期只有不到 1% 的成长性，没有眼前的高成长，最好在买入时再打个 7 折，8 PE 的买入才是合理的。值得注意的是：水电远没有消费或医药类公司的长期稳健的内生性成长惊喜。

### 4.长期回报率算法 2：中长期实际回报率

对于一个投资期限为 3-10 年的中长线投资者来说，其投资的长期回报率取决于什么呢？

$\text{中长期回报率} = \text{股息收益率} + \text{摊薄后每股收益的复合增长率} + \text{市场波动差价}$

为何实际使用中选择这个计算公式更接近实际呢？因为把  $1 / PE$  看成回报率有往往会高估了回报率。利润中用来分红的那部分是稳定的回报率毫无争议，但非分红的那部分往往难以取得企业原来的回报率。所以股息回报是最实在的，投资中尽量避免买入低股息率的股票。我们往往可以把 3% 的股息率视为获得了 3% 的复利效应，因为自己可以红利再投资嘛。

有不少企业是通过融资实现的利润增长，虽然利润高速增长，但其实际 ROE 依然低下，每股利润被严重摊薄，所以有时候高利润增速与高股东回报率之间没有必然联系，每股真实价值的增长才是根本。

从上述回报公式可以看出，**便宜才是王道，成长不够低估来补**。打折买入往往能收获估值修复收益的惊喜。而买入高增长高 PE 的股票，随着增速下移，大家的预期 PE 也会不断下移。事实上这里博弈的是高增长带来的回报远超过估值下移带来的损失。

所以从中长期投资回报角度看，股息最稳定靠谱，高成长不可持续，稳健成长尚可期待，等待市场低估需要极大的耐心。

## 5.其他市盈率尺度参考

①消费类企业，毛利率较高，利润增长比较稳定的情况下，直接用每股收益除以 4.5%，除出来的数就是它的合理价格，大概按照 22 PE 算的，这个只作为判断肥与瘦的参考，然后打 5-7 折买入即可。（**其实这个是取 $r=10\%$ , $g=5.5\%$ ，然后得 $r-g=10\%-5.5\%=4.5\%$ 的贴现计算法**，很靠谱。消费行业 5.5% 的永续增长率是靠谱的，它可以由接近 GDP 增速 2 倍的行业永续增长率实现，但单个企业这样估值就有风险，毕竟行业不会消亡企业会。）此简化版方法很实用，特别推荐。

②按格雷厄姆的成长股公式保守估值，给出的 PE 估值一般为 14-18 倍。

③按目前国债收益 3%+5% 的风险溢价，那么一只股票的合理价值是 8%，8% 的价值收益水平对应的是 12.5 倍市盈率。

④按成熟市场如美国的整体估值，市盈率更多在 10-20 PE 之间波动。

## 6.PE=10是十年投资回本吗？

假设企业零成长， $PE=10$ ， $g=0$ ，根据 $PE=1 \div (r-g)$ 得，**贴现率(回报率) $r=10\%$** ，它的含义是零成长企业必须 100% 分红，你才能取的 10 年回本的收益。所以零成长企业的长期投资回报率可以直接看股息率即可，即买入低增长或零成长企业，应要求尽可能高的股息率，因为企业的留存现金带不会带来什么成长，极可能被浪费掉了。若 5 PE 买入一家企业零成长且不分红，利润都被新垃圾项目挥霍掉了的公司，你得到的不过损毁价值的机器罢了。企业都很难成长了，把利润分红给股东让股东自己红利再投资总比让管理层随意挥霍强。

假设企业有成长， $PE=10$ ，每年利润的 40% 用于分红，那企业应取得年利润 6% 的增速，这样也可以对应 10 年投资回本。这里面隐含的 10 年期回报公式是：**(股息率+年利润增速=回报率)**，这个公式使用时要求最好把时间拉长到 5-10 年，才能更好避免市场波动影响。当然企业在成长中还能积累更多现金，说明成长需要的投入资本小，那就更牛逼了。

### 7.1 ÷ PE 可以看成回报率吗？

这样计算往往会高估了回报率，因为利润（优质企业视为自由现金流）往往被分成两个部分，一部分分红变成股东真实回报，另一部分留存用于企业发展需要。**留存的那部分利润能否实现红利再投资的收益率才是关键，实践中留存的利润多数时候是被乱投资或盲目扩张并购给浪费掉了，并没有很好的发挥复利效应或者说是每股价值的提升。**

巴菲特很懂复利这台机器的运作原理，他投资最成功的地方根本不止是什么浮存金效应，买入伟大公司等传统结论。而在于巴菲特只选择理性回报股东的管理层或自己去直接影响管理层或直接完全收购企业，然后充分发挥所投资企业的自由现金流复利效应，这是其取得高投资收益的本质。

所以，只买入伟大企业如茅台的投资逻辑也是有问题的。因为茅台和五粮液留存大量货币现金，而部分现金流的复利效应和全部现金流的复利效应，差别很大。**现实中大部分企业都是部分现金的复利效应，只有伯克希尔哈撒韦实现了其全部现金流的复利效应，集企业经营与投资于大成者，难以望其项背啊。**

## 七、利用市盈率计算三至五年回报率



长远来看，我们都会死去。所以基于永续经营假设计算的回报率往往缺乏实际指导意义。我个人在实践中更喜欢使用中长期投资回报公式测算未来 3-10 年的投资回报率。对于自己深刻理解的公司，未来 3-10 年的利润其实是可以估算的，时间太短反而不好预测。

我们也可以使用未来三年预测的净利润年复合增速（目前是 16 年，可以用 18 年预测总利润/15 年总利润，然后通过复利表确定复合增速，注意剔除融资和股权激励的摊薄效应）。使用这个指标，同样要先将企业的质地做层层筛选，在确保剩下企业中每家企业的质地都没问题的情况下，才能去预测未来三年的净利润。

我个人不会去自己做预测，券商手中有更多的调研资料和行业数据，比自己测算的强太多了。因为市场带有偏见，且遵循主流偏见，所以我采用券商的平均预测值，如果各券商的预测值偏离度过大，那么这样的企业我将直接 PASS，偏离度大说明企业未来的业绩不易预测，相反，如果认同度高，那么我会把所有券商的预测值做一个汇总，去掉最高与最低预测值，再用剩下的预测值求平均。

我们选择的企业是具备长线价值的，所以估值和使用市盈率就比较方便了。例如许多消费和医药股的市盈率是长期在 15 PE-30 PE 的。我们选择企业的具备长期稳健性，所以我们可以进行未来 3 年或 5 年回报的评估或预测。市盈率的倒数就是当下收益率，但它并不准确，不能很好确定近 3-5 年持股收益率。

我是拿预测 3 年后的净利润与预测的合理市盈率倍数预算 3 年后的企业价值，即未来第 3 年利润的平均值\*预期 PE=未来第 3 年的市值，然后，预期 3 年回报率=未来市值/当下市值。预期 3 年回报率在 80% 以上的自己熟悉的极品公司或是 120% 以上的优秀公司，都是值得购买的。

巴菲特能充分发挥企业的自由现金流效应，所以他用自由现金流贴现法是靠谱的。我们很普通，多从做生意角度看回报率，做出估值更靠谱。投资目标设定为 3-5 年 100% 的回报率，这样就避免了长期估值的误伤。ROE 和 PB 都是滞后性指标，所以 PE 和利润增速多数时候更好用，但必须用于自己了解的企业。

从回报率的角度看估值，和实际做生意的情形也更为接近。

## 八、投资大师眼中的市盈率

### （一）彼得·林奇的 PEG

PEG 指标(市盈率相对盈利增长比率)是用公司的市盈率除以公司的盈利增长速度。PEG 指标是著名基金经理彼得·林奇发明的一个股票估值指标，是在 PE（市盈率）估值的基础上发展起来的，它弥补了 PE 对企业动态成长性估计的不足，PEG 告诉投资者，在同行业的企业中，在市盈率一样的前提下优先选择那些增长速度高的公司，或者在同样的增长速度下选择市盈率较低的公司。

PEG，是用公司的市盈率除以公司未来 3 或 5 年的每股收益复合增长率。市盈率仅仅反映了某股票当前价值，PEG 则把股票当前的价值和该股未来的成长联系了起来。比如一只股票当前的市盈率为 30 倍，传统市盈率的角度来看可能并不便宜，但如果其未来 5 年的预期每股收益复合增长率为 30%，那么这只股票的 PEG 就是 1，可能是物有所值。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 2，说明公司的利润增长跟不上估值的预期，则这只股票的价值就可能被严重高估。如果 PEG 小于 0.5，说明公司的利润增长远好于估值的预期，则这只股票的价值就可能被严重低估。

PEG 也可以理解为在 15%-30% 的增速下，企业的 20-30 倍高 PE 在 3 年时间就可以降低到 10-13 倍的相对安全区域。当然，周期股和垃圾股另说啊，融资换来的增速注意按摊薄后利润增速计算。所以，优质成长股选用此指标才更有意义。

PEG 告诉投资者相对市盈率估值而言更应该关注公司的利润增长情况。短期内，利润增速高的股票在一段时间内走势都会强劲，即便估值已经偏高。

需要特别注意的是：根据未来 3 年的利润复合增速，利用  $PEG=1$  确定当下 PE 也是可以的。但买入时，20 PE 以内的极品白马股 PEG 不要超过 1.5，20 PE 以上的优秀个股 PEG 最好不要超过 1，因为高增速多数不可持续。

## （二）戴维斯双击

在低市盈率买入股票，待成长潜力显现后，以高市盈率卖出，这样可以获取每股收益和市盈率同时增长的倍乘效益。这种投资策略被称为「戴维斯双击」，反之则为「戴维斯双杀」。

戴维斯双击的发明者是库洛姆·戴维斯。戴维斯 1950 年买入保险股时 PE 只有 4 倍，10 年后保险股的 PE 已达到 18 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，随着公司盈利的增长，当每股收益为 8 美元时，一大批追随者猛扑过来，用「 $8 \times 18$  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。

## （三）约翰·聂夫的成功投资

约翰·聂夫 1964 年成为温莎基金经理，直至 1994 年退休，著有《约翰·涅夫的成功投资》一书。约翰·聂夫在温莎基金 31 年间，复合投资回报率达 13.7%，战胜市场 3% 以上，22 次跑赢市场，总投资回报高达 55 倍。约翰·聂夫自称低市盈率投资者，对市盈率的理解较为深刻，以下为他运用低市盈率的投资法则。

1. 低市盈率 (P/E) ；
2. 基本成长率超过 7%；
3. 收益有保障（股票现金红利收益率要高）
4. 总回报率相对于支付的市盈率两者关系绝佳；
5. 除非从低市盈率得到补偿，否则不买周期性股票；
6. 成长行业中的稳健公司；
7. 基本面好。

## 九、避免市盈率误用

虽然市盈率指标简单易用，但也正是因为简单使得投资者缺乏系统考虑公司基本面的情况，误用市盈率的情况普遍存在。以下为较为常见的误用之处。

**1. 周期公司误用。**周期行业，由于产品大多同质化，公司盈利取决于产品的供求关系。在行业波峰时周期公司盈利状况很好，市盈率分母较大，市盈率较低，给了投资人估值看上去很便宜的错觉，但正是因为丰厚的利润吸引了产品供给的增加，很可能发生行业反转，公司盈利下降的情况，股价下降，市盈率反倒上升。而在行业低谷时，公司普遍亏损或者微利，市盈率高达成百上千，股票估值看上去很贵，但真实却可能很便宜，一旦走出低谷，盈利上升，反倒出现股价越涨市盈率越低的情况。因而周期公司除了关注市盈率指标的变动，更需要结合后面我们所说的市净率指标判断。

**2. 前景变差，业绩下滑。**运用市盈率最关心的仍然是公司未来的发展前景，投资者要确保买到的不是未来业绩大幅下滑的公司，否则即便现在买入的市盈率再低，也无济于事。

**3. 现金流差。**市盈率指标关注的是公司的净利润情况，这使得在使用时缺乏从 DCF 模型的角度去思考公司的现金流情况。如果公司利润状况不错，但是经营性现金流净额很少，而投资性现金流净额又很大，这样低市盈率的公司，其实背后是因为公司的价值低。

**4. 风险过高。**之前我们提到市盈率的驱动因素之一是贴现率，风险越大的公司贴现率应该越高，市盈率水平越低。如果某些行业或者个股市盈率低于其他，未必真的便宜，很可能是因为承担了过高的风险，例如财务风险过高，运营风险过高等。

**5. 忽略增长及空间。**现金流贴现模型显示公司大部分价值来自于未来永续增长部分，而这部分就和公司增长的空间相关。行业及个股的增长速度和空间很大程度就决定了行业与行业之间，个股与个股之间的市盈率差异。

**6. 忽视可持续的经营利润。**计算市盈率要扣除非经常性损益，考虑到投资收益、补贴或者资产重估收益等因素，关注利润是否来自主营业务，持续性如何。有的公司利润也是来自主营业务，但主要集中在单个项目，单个项目一旦完成，利润不可持续。

**7. 假账风险。**由于市盈率计算基于公司净利润水平，而净利润是公司选择会计政策、会计估计编制出来，人为调节的空间很大。如果投资者选择了一份虚假的财务报表作为价值评估，将得不出任何意义。

**8. 用别人更贵来证明自己便宜。**投资者经常用估值很高的同行业公司来证明标的公司的便宜，事实上，两者可能都是很贵的，只是参照公司更贵，这正是比较估值法的重大缺陷。

总的来说，市盈率大致反应了股票的贵贱，但是高市盈率未必真贵，低市盈率未必真便宜，仍然需要具体分析。从概率来说，如果一个组合涵盖了来自不同行业的低市盈率公司，那么这个组合长期（得 30 年以上，否则可能存在 3-15 年都跑输的可能。）都跑赢市场指数的机会很大。

## 十、大道至简

朋友问，到底应当怎么给企业估值？估值太难了。坦白讲，恰相反，估值太简单。**无知时期，我只用市盈率估值，其后，精研，逐步增加估值法，我尝试使用多种估值法计算企业价值，用市净率、市销率、市现率、自由现金流等估值模型计算企业价值。最多时，竟用到十余种估值法，后来，又回归只用市盈率。**

我意识到，世间有如此多估值法，只因企业品种太多，靠一种估值法压根没法估全所有，于是，搞出十余种。实际上，这不过是贪婪，想得暴利，妄图搞明白所有企业，才设计出各色估值法。回归后，我弃了百分之九十九的企业，妖股，概念股，庄股，重组股，周期股，次新股，太多股，全无视。只要有朋友问我某某企业怎样，我的回答通常是，不懂，一百人问我，才能有幸给一位朋友解答。那百分之一的企业有啥特质？无非财务优异，业务简单，只需市盈率估值。何为至简？这是至简。

到现在，我已返璞归真，现在又只用市盈率一个指标计算企业价值。我发现**一个有局限性的指标才是好指标，局限越大，指标越有价值。**我们知道市盈率不适合净利润是负数的企业，如果是负数，那市盈率就是负数，所以通常出现这种情况会使用市销率，市销率一定是正数。开始我也认为这很靠谱，因为它弥补了市盈率的缺陷。但是慢慢发现，这毫无意义，你本身就不该选择净利润为负数的企业。当然每个风格不同，风险承受能力也不同，我的风格必须选择业绩持续稳定增长的企业，我不喜欢赌高成长股，过去业绩不行的企业永远不会成为我的标的。**说得再通俗点，我能够只用一个市盈率指标来计算企业价值，是因为在计算前就对企业的成长性、赚钱能力、财务结构、稳定长寿等维度进行了评估。**这样的企业在 A 股中不足 5%。我只对这不足 5% 的企业用市盈率计算估值。

虽然这是我的风格，但是作为价值投资者，我认为都要尽可能保守。你发现不同版本的市盈率基本都只适合业绩稳定增长的企业，其实市盈率有局限是好事，正因为有局限，你才不会过于冒险，你就拿业绩稳定增长的企业算估值就行了。就像巴菲特只用自由现金流模型计算企业价值，能够用自由现金流模型计算价值的企业很少，那些网络股根本没法算，现金流都是负数，所以巴菲特不会买。我也一样，我所选择的标的可能比巴菲特更严谨，必须业绩持续稳定增长，这个业绩稳定不光光是净利润稳定，现金流也要稳定，主营收入也要稳定，股东权益也要稳定。

我们必须苛求，必须寻找最优秀的企业，过去优秀，未来也优秀，只要是优秀企业，那完全可以只用一个市盈率指标计算估值。

最后，需要特别提醒的是，再一次回归使用市盈率时，你会常使用自己计算的市盈率，即通过分析企业盈利质量和预期下一年的利润后，用当前总市值/预期总利润=预期PE。

计算 PE 时应融入企业的现金与负债因素：

$PE=1/r-g$  (这个公式是企业永继价值，但一般时间拉长到 30 年左右，结果已经近似了。)

**方法①** r一般取10%贴现率，g取0，视企业利润为自由现金流，PE=10.

这是一个 0 成长下现金流量贴现模型。贴现要求长期，因而此法适合净利润中自由现金流比例高的稳健长寿企业。

**方法②** r一般取10%贴现率，g取3%，计算企业自由现金流，自由现金流倍数=14.2

对于高自由现金流，这两个算法结果都类似，属于比较保守的投资视角。换个说法，一个自由现金流比例超过 7% 的稳健优质企业，已经具备绝对投资价值。

既然自由现金流折现考虑的是把企业未来的利润折现了来考虑企业的整体价值，那企业过去负债或累积现金也是企业价值的一部分。

格力电器为例：

16 年企业价值下限=14.2×90(自由现金流)+500(现金)=1778 亿

贵州茅台为例：

16 年企业价值下限=14.2×220(自由现金流)+1000(现金)=4124 亿 (这样算低估了茅台的成长)

苹果为例：

15 年企业价值下限=14.2×300(自由现金流)+2000(现金)=6260 亿美金

双汇发展为例：

16 年企业价值=14.2×40(自由现金流)-10(现金)=550 亿

16 年的伊利有 100 亿现金，但招行，平安，复星医药这些企业，负债比例过高，自由现金没法看，价值也没法看。

---